2026 年 9 月 17 日

各位

# 特別調査委員会の調査結果の公表について

株式会社ブイキューブ

2025 年２月、当社の連結子会社であった TEN Holdings, Inc.（以下「TEN」といいます。）は米国 NASDAQ 市場への上場を果たしましたが、2025 年 12 月末から 2026 年６月までに実施された当社の非公開化取引に向けたデューディリジェンスの過程において、TEN の上場過程に関連する当社の内部統制の重要な不備が判明いたしました。そこで当社は、2026 年３月より、内部監査室による調査を経て、同月より会計監査人が追加して実施した監査手続の過程において、同会計監査人からの要求を受け、2026 年４月 24 日、外部の独立した専門家（弁護士・公認会計士・公認不正検査士で構成され、当社グループと特段の利害関係を有しない委員）で構成される特別調査委員会を設置いたしました（詳細は同日付「特別調査委員会設置のお知らせ」をご参照ください。）。

当社は、2026 年 7 月 21 日、特別調査委員会から調査報告書を受領し、本日、公表版の調査報告書を受領しました。公表版の調査報告書においては、調査報告書の内容を一定程度要約するとともに、個人のプライバシー、当社及び取引先の機密保護の観点から一部の事実関係について匿名化ないし省略を行っています。特に、米国証券取引委員会及び米国司法省による調査に関する事項（当社と TEN Holdings, Inc.の関係者間のやり取りを含む。）及びこれに関連する当社内部の対応に関する事項については、TEN の顧問弁護士から当社に示された見解に基づく当社の要請により記載が大幅に省略されています。

本調査の結果、TEN の NASDAQ 上場に際して、上場後の資本政策等に関する業務委託報酬として 4 社に対し支払いが行われていたところ、後日決定された親子会社間での費用分担に関する当社における決裁手続に不備があったことが認められました。具体的には、かかる費用分担の決定は当社単体の決裁基準上、取締役会の承認を要する性質・規模の取引であったにもかかわらず、適正な取締役会決議を経ないまま親子会社間での費用分担の約束が行われた事実が確認されました。

特別調査委員会からは、本件の根本的な発生原因は、特定の経営幹部個人のコンプライアンス意識の不足に関する問題にとどまらず、当社のコーポレートガバナンス及び内部管理体制の構造的な不全にあるとの意見を受領しております。具体的には、①TEN の関連業務が当時の代表取締役に過度に集中し、これを補完・牽制する人材及び体制が不在であったこと、②取締役会の監督機能が十分に発揮されていなかったこと、③決裁・契約管理・文書管理に

関する規程の設計及び運用に不備があったこと、④グループ会社管理及び三様監査の情報連携に脆弱性があったことが指摘されています。

なお、本調査は関係者の任意の協力に基づき実施されたものであり、TEN 及び関係する業務委託先から十分な調査協力を得られなかったことから、一部の事実関係については、現時点で入手可能な資料及び情報に基づく認定となっています。

当社では、本件を厳粛に受け止め、特別調査委員会からは５つの再発防止策の提言を受けております。当社は、これらの提言及び非公開化後の事業体制を踏まえ、同様の事態を二度と発生させないため、既に実施済みの対応を含め以下のとおり抜本的な再発防止策を策定し、実行に取り組んでまいります。

① 役員体制の刷新及び取締役会による監督機能の強化：
当社は、ガバナンス及び業務執行に対する監視体制を根本から強化するため、株式会社日本革新投資（以下「J-INC」といいます。）より過半数の取締役及び監査役の派遣を受け入れ、役員体制を刷新しております。

② 決裁権限規定の見直し：
新体制への移行及び現在の事業内容・体制を適切に反映させるため、決裁権限規程を全面的に見直します。形式的な金額基準のみならず、取引の実質的な重要性やリスクを捕捉できる決裁基準・承認フローへ改定し、適正な手続の履行を徹底いたします。

③ 「Chief Governance Officer（CGO）」の設置による決裁手続遵守の徹底：
改定された決裁権限及び社内手続が厳格に遵守・運用されているかを常時確認・監督する役職として、CGO を新たに設置いたします。同職には J-INC から派遣された常勤社員を起用し、業務執行部門から独立した立場で実効性のある牽制・監査手続を徹底いたします。

④ 海外子会社の整理及び国内事業への集中：
当社グループにおけるガバナンス範囲を適正化し、管理・牽制を隅々まで徹底する観点から、海外事業の整理・撤退を進め、国内事業へとリソースを集中する事業体制へと再編いたします。これにより、海外子会社管理に伴うリスクや特定個人への過度な依存を根本から解消してまいります。
また、海外子会社の整理が完了するまでの間の措置として、J-INC 及び当社の取締役を現地法人の役員として派遣いたします。これにより、海外子会社の業務執行に対する監視・監督機能を高め、現地法人に対する直接的なガバナンス強化を徹底いたします。

当社は、本件により株主の皆様、取引先の皆様、そして日々社業に懸命に取り組んできた従業員各位をはじめとするすべてのステークホルダーの皆様に対し、多大なるご迷惑とご心配をおかけしましたことを、改めて、深くお詫び申し上げます。今後、当社では上記再発防

止策を着実に実行し、コーポレートガバナンス及び内部管理体制の強化に全力で取り組んでまいります。

なお、特別調査委員会による調査報告書（公表版）の詳細につきましては、以下のリンクよりご参照ください。

【参照リンク】

・特別調査委員会 調査報告書（公表版）：
https://ir.vcube.com/jp/wp-content/uploads/2026/09/17/20260917_01.pdf

以上

# 調　査　報　告　書
# （公表版）

2026 年 9 月 14 日

公表版の調査報告書においては、調査報告書の内容を一定程度要約するとともに、個人のプライバシー、株式会社ブイキューブ及び取引先の機密保護の観点から一部の事実関係について匿名化ないし省略を行っている。

特に、米国証券取引委員会及び米国司法省による調査に関する事項（株式会社ブイキューブと TEN Holdings, Inc.の関係者間のやり取りを含む。）及びこれに関連する株式会社ブイキューブ内部の対応に関する事項については、同社の要請により記載を大幅に省略している。

株式会社ブイキューブ

特別調査委員会

委員長　　矢田　　悠

委員　　小島　冬樹

委員　　河江　健史

委員　　川中　宏介

# 目次

**第 1　調査の概要 ..... 6**

1　特別調査委員会設置の経緯 ..... 6
2　特別調査委員会の構成 ..... 6
3　本調査の目的 ..... 7
4　本調査の実施期間 ..... 7
5　調査の範囲及び方法 ..... 7
(1)　調査対象期間 ..... 7
(2)　調査方法 ..... 8
6　留意事項・調査の限界 ..... 10
(1)　任意調査・証拠方法に関する限界 ..... 10
(2)　TEN 及び B 社並びにそれらの関係者に係る調査の限界 ..... 10
(3)　当委員会による検証・評価対象に関する限界 ..... 11

**第 2　本調査の前提となる事実 ..... 12**

**第 3　当委員会が認定した事実 ..... 12**

1　TEN の NASDAQ への上場について ..... 12
(1)　VCB と TEN 及び TEN Events の関係 ..... 12
(2)　TEN の上場に至る経緯について ..... 12
2　B 社とのコンサルティング契約の締結について ..... 14
(1)　コンサルティング契約締結の経緯について ..... 14
(2)　TEN の IPO に関する取締役会への報告について ..... 15
(3)　小括（本項目において認められた問題点） ..... 16
3　D 社への TEN 株式の譲渡について ..... 16
(1)　株式譲渡が行われた経緯について ..... 16
(2)　本件株式譲渡に関する TEN の開示上の説明について ..... 18
(3)　本件株式譲渡に関する金融機関への説明について ..... 19
(4)　本件株式譲渡に関する取締役会への説明について ..... 19
(5)　小括（本項目において認められた問題点） ..... 20
4　本件アドバイザリー契約について ..... 21
(1)　本件アドバイザリー契約締結の経緯 ..... 21
(2)　本件アドバイザリー契約の送金先について ..... 22
(3)　本件アドバイザリー契約に係る 540 万 US ドルに関する取締役会での説明について 24

(4) 小括（本項目において認められた問題点） ....24
5 Xa 氏が作成した本件サイドレターについて ....25
(1) 本件サイドレター作成の経緯 ....25
(2) 本件サイドレターの報告状況について ....26
(3) 本件サイドレター差し入れ後の費用分担に関する Xa 氏と Ya 氏とのやり取り ....26
(4) 小括（本項目において認められた問題点） ....27
6 TEN が受領した Subpoena（召喚状）について ....28
(1) DOJ からの Subpoena について ....28
(2) 本件 Subpoena を踏まえた社内対応 ....28
(3) SEC による調査について ....28
(4) NASDAQ からの照会内容について ....28
(5) 小括 ....28
7 本件サイドレターの取締役会による追認について ....28
(1) 2026 年 2 月 6 日の臨時取締役会の開催に至る経緯 ....28
(2) 臨時取締役会における審議状況 ....28
(3) その後の取締役会決議について ....30
(4) 小括 ....31
8 本件特命監査について ....31
9 会計的影響について ....32
(1) 本件アドバイザリー費用の会計処理の概要 ....33
(2) 会計上の論点整理 ....33
(3) 判断の枠組み ....34
(4) 前払資産としての資産性 ....34
(5) 役務提供の実在性（補足） ....36
(6) 各四半期・中間連結財務諸表への影響 ....36
**第 4 発生原因 ....38**
1 はじめに ....38
2 Xa 氏個人の問題（コンプライアンス意識の不足） ....38
3 VCB のコーポレートガバナンス及び内部管理体制に起因する原因 ....39
(1) TEN の上場及び関連取引の Xa 氏への過度の集中と、これを補完・牽制する人材及び体制の不在 ....39
(2) 取締役会の監督機能の不全 ....39
(3) 決裁・契約管理・文書管理に関する規程の設計及び運用の不備 ....40
(4) グループ会社管理・海外子会社ガバナンス及び三様監査の情報連携の脆弱性 ....40
**第 5 再発防止策 ....42**

1　経営トップの意識向上、経営トップに対する牽制の強化及び役員の職責の明確化 .....42
2　重要施策の推進体制の整備及び特定個人への依存の解消 .....42
3　取締役会の監督機能の強化 .....42
4　決裁基準・契約管理・文書管理に関する規程の抜本的見直し .....43
5　グループ会社管理及び三様監査の情報連携の強化 .....43

【主な定義語・略語集】

※　役職等は調査対象期間中の一時点のものであり、その後退任済みのものも含まれる。

| 報告書表記 | 内容 |
|---|---|
| VCB | 株式会社ブイキューブ |
| TEN | TEN Holdings, Inc. |
| IPO | NASDAQ への上場 |
| Xa 氏 | VCB 代表取締役、TEN の Director・CFO、TEN Events の Director |
| 本件サイドレター | Xa 氏が VCB 名義で TEN に差し入れた、TEN の業務委託費用等の支払いに関して VCB が TEN への財務的支援を行う旨の書面 |
| A 監査法人 | VCB の会計監査人 |
| DOJ | 米国司法省 |
| SEC | 米国証券取引委員会 |
| 当委員会 | 2026 年 4 月 24 日に VCB が設置した特別調査委員会 |
| 本調査 | 当委員会における調査 |
| 本件事案 | 本件サイドレターの差入れ及び業務委託費用（約 540 万 US ドル）の支払い（これらに関連する会計処理を含む。） |
| 類似事案 | 本件事案に類似する事案 |
| B 社 | 日本企業の米国 IPO を支援するコンサルティング会社 |
| TEN Events | TEN Events, Inc. （前商号の「Xyvid, Inc.」も含む。） |
| C 法律事務所 | 米国の法律事務所 |
| ICL 債権 | VCB の TEN に対する企業間貸付に係る債権 |
| Ba 氏 | B 社代表取締役 |
| Xb 氏 | VCB 取締役、TEN Events の Director |
| Ya 氏 | TEN の CEO、TEN Events の CEO |
| FORM S-1 | IPO の際に SEC に提出する登録申請書類 |
| Yb 氏 | TEN の CFO（2024 年 10 月～2025 年 5 月。Yc 氏の前任者） |
| Yc 氏 | TEN の CFO（2025 年 6 月～。Yb 氏の後任者） |
| 本件コンサルティング契約 | 2024 年 2 月 5 日を契約日とする、TEN の IPO に関する、VCB を委託者、B 社を受託者とするコンサルティング契約 |
| 本件アドバイザリー契約 | TEN が 2025 年 5 月 20 日に提出した FORM 10-Q の Exhibits（添付資料）として開示されている 4 社との間の同年 2 月 18 日付の 4 つの契約 |
| D 社 | VCB が TEN 株式を譲渡した会社（本件株式譲渡の譲受人） |
| 本件株式譲渡 | VCB から D 社への TEN 株式の譲渡 |
| 本件株式譲渡契約 | 本件株式譲渡に関する VCB と D 社との間の株式譲渡契約 |

| | |
|---|---|
| a 氏 | VCB 内部監査室・法務知財室室長 |
| 本件 MOU | 2018 年 5 月 31 日を契約日とする、VCB と D 社との間の「Memorandum of Understanding」と題する契約書 |
| 本件アドバイザリー費用 | 本件アドバイザリー契約に係る報酬 |
| E 社 | 本件アドバイザリー契約の相手方 |
| F 社 | 本件アドバイザリー契約の相手方 |
| G 社 | 本件アドバイザリー契約の相手方 |
| H 社 | 本件アドバイザリー契約の相手方 |
| I 社 | 本件アドバイザリー費用の送金先 |
| J 社 | 本件アドバイザリー費用の送金先 |
| K 監査法人 | TEN の現地監査人 |
| 本件費用分担契約 | 2025 年 6 月 2 日に Xa 氏が Ya 氏に送信した本件アドバイザリー費用の一部（E 社、F 社及び G 社分）の負担に関する費用分担契約 |
| 本件 Subpoena | TEN が 2025 年 10 月 27 日に DOJ から受領した同月 21 日付の召喚状 |
| M 社 | VCB との間でスポンサー基本契約を締結した投資会社 |
| 本件 DD | VCB の非公開化に向けた M 社によるデューデリジェンス |
| d 弁護士 | N 法律事務所の弁護士 |
| WT | Wizlearn Technologies Pte. Ltd. |

## 第 1　調査の概要

### 1　特別調査委員会設置の経緯

株式会社ブイキューブ（以下「VCB」という。）の 2025 年 12 月期時点での連結子会社である TEN Holdings, Inc.（以下「TEN」という。）は、2025 年 2 月、TEN の NASDAQ への上場（以下「IPO」ということがある。）に際して、上場後の資本政策等に関する業務委託報酬として、4 社に対して合計約 540 万 US ドルの支払いを行った。VCB の連結決算上、2025 年 12 月末時点においてこのうち 197.4 万 US ドルが前払費用として、また、91.4 万 US ドルが長期前払費用として計上されていた[1]。

その後、2026 年 2 月、VCB の非公開化取引に向けたデューデリジェンスの過程において、当時の VCB の代表取締役社長であった Xa 氏が、過去に VCB の取締役会の承認を経ることなく、上記業務委託費用等の支払いに関して VCB が連結子会社である TEN への財務的支援を行う旨の 4 通の書面（以下「本件サイドレター」という。）を VCB 名義で TEN に差し入れていた事実が判明した。本件サイドレターの存在は、同月の VCB の臨時取締役会において報告され、本件サイドレターの内容について追認決議がされた。

VCB は、かかる状況を内部統制の重要な不備につながり得るものと捉え、2026 年 3 月より VCB 内部監査室による特命監査を実施した。

また、VCB の会計監査人である A 監査法人も、2026 年 2 月に本件サイドレターの存在を認識した後、本件サイドレターに関する VCB の会計処理の適切性について検討を実施するとともに、2026 年 3 月には、類似案件の有無を確かめるための追加的な監査手続を実施した。なお、後記第 3 においても触れるとおり、この頃、TEN の IPO に関連しては、TEN 及びその関係者に対して、米国司法省（以下「DOJ」という。）、米国証券取引委員会（以下「SEC」という。）及び NASDAQ が調査を実施しており、A 監査法人による追加的な監査手続においても、これらの調査に関連する事実関係が新たに判明している。

以上の状況の下、A 監査法人は、追加的な監査手続の結果を踏まえ、2026 年 4 月 3 日、VCB 及び TEN から独立した外部の専門家による更なる調査を求める旨を要請した。VCB は、かかる要請を受け、監査等委員会の推薦に基づき、外部専門家である調査委員（後記 2）を選定の上、同月 24 日開催の取締役会において、特別調査委員会（以下「当委員会」という。）を設置することを決議した。

### 2　特別調査委員会の構成

当委員会の構成は以下のとおりである。

委員長：矢田　　悠（弁護士・公認不正検査士、ひふみ総合法律事務所）

委員　：小島　冬樹（弁護士、ひふみ総合法律事務所）

---

[1] 合計 288.8 万 US ドル。なお、2026 年 4 月 24 日付適時開示「特別調査委員会設置のお知らせ」では、「3.4M USD」と記載されているが、誤記である。また、2026 年 4 月 30 日に提出された 2025 年 12 月期有価証券報告書では、約 540 万 US ドル全額が不明支出金損失として特別損失処理されている。

委員　：河江　健史（公認会計士、河江健史会計事務所）
委員　：川中　宏介（公認会計士、株式会社 Reon）

委員長及び各委員は、VCB グループ各社と特段の利害関係を有していない。また、当委員会は、その調査（以下「本調査」という。）を補助させるため、以下の補助者を選任した。当該補助者も VCB グループ各社と特段の利害関係を有していない。

なお、当委員会は、調査開始時に、VCB との間で、当委員会の調査の独立性を確保するために必要な具体的措置につき合意し、その旨を委任契約書上も明記している。

| 所属 | 氏名 |
|---|---|
| ひふみ総合法律事務所 | 弁護士：早川史人※、生井佳代※、髙橋可奈、松原由佳<br>公認不正検査士：松村幸歩 |
| 株式会社 Reon | 公認会計士：村田茂也、影平真也、松本裕、山浦瑞貴、前田敦勝、菊池政広 |
| 株式会社 foxcale | 公認会計士：小池赳司、吉津亮介※ |

※公認不正検査士

株式会社 foxcale は、後記 5(2)エのデジタル・フォレンジック実施のための専門業者として起用している。

### 3　本調査の目的

本調査の目的は、下記のとおりである。

① 本件サイドレターの差入れ及び前記業務委託費用（約 540 万 US ドル）の支払い（これらに関連する会計処理を含む。以下「本件事案」という。）に関する事実関係の調査
② 本件事案に類似する事案（以下「類似事案」という。）の有無に関する調査
③ 本調査の結果、VCB の過去の対応に問題が発見された場合の、発生原因の分析及び再発防止策の提言

### 4　本調査の実施期間

当委員会は、2026 年 4 月 24 日から同年 7 月 17 日までの間、本調査を実施した。ただし、本調査の時間的制約に鑑み、当委員会の正式設置前の準備期間においても、後記 5(2)イのとおり一部のインタビューや資料提供等は先行して実施している。

### 5　調査の範囲及び方法

#### (1)　調査対象期間

当委員会は、本調査において、TEN が NASDAQ 上場に関するアドバイザーである B 社と最初に接触した 2023 年を調査対象期間の始期とし、その期首（2023 年 1 月）以降、当委

員会設置日（2026 年 4 月 24 日）までの期間を調査対象期間とした。ただし、調査の過程において判明した事実に応じて、それ以前の期間の事象についても調査を実施した。

**(2)　調査方法**

本調査の具体的な方法は、以下のとおりである。

**ア　関係資料の精査**

当委員会は、本調査において、VCB 及び TEN の組織図、社内規程、本件事案に関連する契約書及び帳票類・会計データ、VCB の取締役会等の重要な会議体の議事録及び添付資料、後記ウのインタビューに準じた関係者からの書面による説明、その他本調査の目的に関連する資料について分析及び検証を行った。

**イ　内部監査室による特命監査・A 監査法人による追加的監査手続の確認**

当委員会の設置前に、VCB の内部監査室により特命監査が実施されていたこと、また A 監査法人による追加的監査手続（デジタル・フォレンジックを含む。）が実施されていたことから、当委員会は、これら先行手続により収集された資料・データの提供を受け、これらも分析及び検証の対象とした。

**ウ　関係者に対するインタビュー**

当委員会は、本件事案に関して一定の関わりが認められる、現在又は過去の VCB 役職員（TEN 及びその子会社である TEN Events, Inc.（以下「TEN Events」という。なお、TEN Events は Xyvid, Inc.が 2024 年 4 月 2 日に商号変更したものであるが、以下では商号が「Xyvid, Inc.」の時期である場合も「TEN Events」という。）の役員兼務者を含む。）その他の本調査の目的に関連すると思われる関係者らに対し、インタビューを実施した。

さらに、後記エのデジタル・フォレンジック調査の検出事項を踏まえ、追加調査が必要と認められた関係者に対してもインタビューを実施した。

インタビューの対象者は別紙 1（本公表版では省略）のとおりである。なお、一部の関係者は、VCB ないし当委員会宛てに書面、メール等の文書でも補足説明を行っており、これらもインタビューに準じるものとして分析及び検証の対象とした。

ただし、当委員会は、TEN 及び B 社に対して、インタビューへの協力を申し入れたが、TEN からは、同社が前記 1 記載の米国における当局調査への対応等のために起用した米国法律事務所である C 法律事務所を通じて、協力に応じられない旨の回答があり、B 社からは申し入れに対する回答を得られず、両社の関係者（TEN の役員兼務者である VCB 役職員を除く。）からは協力を得られなかった。

### エ　デジタル・フォレンジック

当委員会は、客観的かつ厳密な調査を行うため、デジタル・フォレンジックを実施した。すなわち、本件事案に関して一定の関わりが認められる又はその可能性があると考えられる現在又は過去の VCB 役職員を中心に、VCB のサーバ及び社用（一部の対象者については私用を含む。）のデジタルデバイスに保存されたメール・チャット等を中心としたデータを対象とし、本件事案及び類似事案の調査の目的で、保全・分析・レビューを実施した。

ただし、Xa 氏からは、同人が使用するデジタルデバイス 4 台（PC2 台及びスマートフォン 2 台）のうち、初回面談時に提供を受けた PC1 台を除く 3 台について、提供を受けられなかった。この理由について、Xa 氏は、C 法律事務所より提出すべきでないとの意見があったことを踏まえて判断したとしている。

本件事案について、Xa 氏と TEN の関係者との間の NASDAQ 上場準備に関するコミュニケーションは、WhatsApp を通じて行われていたところ、当該コミュニケーションは、提供を受けられなかったデバイスにおいて行われている。別途、TEN 関係者の協力が得られないことも相まって、当委員会は、この点に関して十分な前提情報を得られなかったものと言わざるを得ない。

デジタル・フォレンジック調査の概要は別紙 2（本公表版では省略）のとおりである。当委員会では、調査対象者の Gmail データ、Google Chat データ及び V-CUBE Gate（チャット・ドキュメント）データに対して、当委員会が設定したキーワード等を用いて絞り込みを行い、その結果得られたメール及びその添付ファイル 18,533 件並びにチャットデータ及びその添付ファイル 12,724 件の合計 31,257 件のデータのレビューを行った。さらに、当委員会は、保全したモバイルデータのうち WhatsApp チャットデータに対して、キーワード等による絞り込みをした上でデータをレビューし、重要と判断されたデータ 51 件を対象として追加調査を実施した。

### オ　情報提供窓口（ホットライン）の設置

当委員会は、本件事案及び類似事案の有無等に関する情報収集を行うために、情報提供窓口を設置した。

具体的には、VCB の全役職員に向けて当委員会作成に係る案内文書を配布することにより窓口設置を周知し、本件事案に関する情報のほか、TEN の NASDAQ 上場に関連して VCB 役職員が行った不適切と思われる行為について、当委員会を直接の宛先とした電子メールによる情報提供を求めた。なお、設置に当たっては、情報提供者が当委員会への情報提供を理由に VCB を含むグループ会社内で不利益な取扱いを受けることはない旨を明記している。

### カ　類似事案調査

当委員会は、類似事案の有無に関し、本件事案と同様に、TEN の IPO に関連して Xa 氏が中心となって行った取引につき、金額規模、重要性等を踏まえてリスクベースで重点的に調

査を行った。調査手法は、本件事案と同様、前記ア及びウからオが中心である。

また、その他に不適切な取引が行われていないかについて、VCB グループの財務情報、開示情報、VCB 社内の意思決定にかかる承認プロセス等を確認することで検証した。

類似事案調査の詳細は、別紙 3（本公表版では省略）のとおりである。

以上の結果、検出された事項について、本件事案と関連するものは、本件事案に関する調査結果と併せて第 3 に記載した。また、その他に、類似事案調査の過程で確認された VCB の事業運営上留意すべきであると思われる事項については、VCB への申し送り事項として、別途、VCB の監査等委員会に伝達した。

## 6　留意事項・調査の限界

当委員会の事実認定は、以下のように限界がある中で行った本調査の結果に基づくものであって、当委員会が収集した資料以外の資料等により、新たな事実関係が発覚した場合などには、本調査における認定が変更される可能性があることを、留保する。

また、本調査は、本調査の目的を達成するために行われたものであり、調査対象期間について、VCB 及びその関係会社の事業から起こり得るあらゆる不正・不適切行為の疑義を網羅的に調査したものではないことを、留保する。

### (1)　任意調査・証拠方法に関する限界

当委員会の調査は、法令上の強制的な権限に基づくものではなく、あくまで関係者らの任意の協力に基づいて実施されたものである。また、過去の事象を認定するに当たって現時点で入手可能な証拠が限られていることにも起因して、事実認定の基礎となる証拠の十分性に関しては一定の限界があった。当委員会は、不審な点や矛盾点が認められた場合には都度確認を行ったものの、原則として関係者から提供を受けた関係資料や関係者に対するインタビューから得られた情報等のみに依拠せざるを得ず、その真偽、完全性、網羅性等について司法当局の捜査、行政当局の調査等と同水準の検証を行うことはできず、これらを確認する手段は限定されていた。

### (2)　TEN 及び B 社並びにそれらの関係者に係る調査の限界

当委員会は TEN に対して当委員会への協力を複数回求めたものの、TEN は C 法律事務所を通じて協力には応じられない旨回答しており、当委員会が TEN に関して得られた情報・資料には限界があった。

また、同様に、本件事案に深く関与したとみられる B 社に対しても、VCB を通じてメール（書面質問）により当委員会への協力を求めたものの、本報告書作成日現在、B 社からの回答はなく、また、その他の業務委託先及びその資金の最終的な帰着先についても、実態が不明であり、当委員会による直接の調査が現実的に困難であった。

なお、TEN 及び B 社は、調査に協力しない理由を必ずしも明確にしないものの、現在進

行中の米国における当局調査への対応の観点からこうした対応が取られているものと思料する。

すなわち、まず、こうした規制当局からの質問書等には、調査対象事項に関する秘匿を命じるものがある。また、TEN は各種調査への対応等を C 法律事務所に委任しており、B 社においても同様に法律事務所に委任している蓋然性が認められるところ、こうした法律事務所が関与した事項については弁護士依頼者間秘匿特権（Privilege）が発生し得る。もっとも、こうした事項について当委員会を含む外部に開示した場合、当該秘匿特権が失われかねない。

こうした状況からすると、当委員会は、TEN 及び B 社からの十分な協力は今後も当面得られないものと判断した。

この点、米国当局による調査の結果が明らかになるのを待って当委員会の調査を完了することも考えられるところであるが、当委員会としては、米国当局による調査の終了時期が明らかでないまま時間のみ徒過することは相当でないものと考え、現時点で調査結果を報告するものである。この結果、両社から協力が得られず入手できなかった情報が調査結果に影響を及ぼす可能性は排除できない。

### (3) 当委員会による検証・評価対象に関する限界

当委員会は、米国の証券法規制・刑事法の適用、DOJ・SEC による調査の帰趨及びその法的評価については、これを判断・評価する立場にない。本調査は、VCB の役職員の行為に関する事実関係の解明及び VCB のガバナンス・コンプライアンス上の評価を目的とするものであり、米国法上の責任の有無についての法的判断を含むものではない。また、当委員会は責任調査委員会ではなく、関係者の法的責任等について直接判断・評価するものではない。仮に今後、本件事案に関する司法判断がなされる場合であっても、本報告書の評価とは異なる判断が示される可能性がある。

## 第 2　本調査の前提となる事実

（省略）

## 第 3　当委員会が認定した事実

### 1　TEN の NASDAQ への上場について

#### (1)　VCB と TEN 及び TEN Events の関係

VCB は、2021 年 6 月 3 日、新型コロナウイルスによるオンラインイベント隆盛期に、北米においてイベント DX 事業を展開する事業会社である TEN Events の全株式を、アーンアウト条項[2]付きの株式売買契約により取得し、子会社とした。その後、2024 年 2 月 12 日に TEN（当初商号 The Events Network, Inc.）が VCB の完全子会社として設立された。同年 7 月 2 日、TEN は VCB に対し普通株式を発行し、その対価として VCB から TEN Events の全株式を取得の上、TEN Events を完全子会社とした。2025 年 2 月 13 日、TEN は、NASDAQ に株式を上場している。

VCB の 2025 年 12 月期有価証券報告書において、VCB の TEN 及び TEN Events に対する議決権所有割合はいずれも 38.22%とされているが、TEN に対する企業間貸付に係る債権（以下「ICL 債権」という。）の存在等による実質的支配を理由に VCB の連結子会社と判断されている。

#### (2)　TEN の上場に至る経緯について

##### ア　TEN Events の減損について

TEN Events は、オンライン及びハイブリッドイベント等のイベント DX 事業により 2022 年 12 月期上期までは順調に業績を上げていたものの、新型コロナウイルスの収束によるリアル回帰の影響を日本に比べて大きく受けた結果、2022 年 12 月期下期より業績は想定を下回って推移するとともに、買収時に発生したのれんの償却費負担が VCB のグループ収益を圧迫することとなった。

こうした中、2023 年 12 月期において、VCB は TEN Events に係るのれんの全額 32 億 2398 万円を減損するとともに、自社サービス提供用ソフトウェア（主として日本及びシンガポール）の減損損失や繰延税金資産の取崩に伴う法人税等調整額を計上したことにより、親会社株主に帰属する当期純損失を計上した。これにより純資産が減少し、金融機関と締結した借入契約における財務制限条項に抵触することとなり、VCB において、TEN Events の経営の立て直しが急務となった。

##### イ　TEN の IPO 方針の決定について

Xa 氏は、2023 年、日本企業の米国 IPO を支援するコンサルティング会社である B 社の代

[2] 買収後の一定期間における業績目標等の達成度に応じて、買主が売主に追加の買収対価を支払うことを定める条項

表取締役である Ba 氏から、VCB の米国証券市場における上場の提案を受けた[3]。

Xa 氏は、Ba 氏からの提案について、VCB を米国証券市場に上場させることにはメリットが少ないと考えたが、米国子会社である TEN Events を上場させるのであれば、上場により資金調達を行い、事業成長資金及び運転資本を確保するとともに、上場後にロールアップ戦略（同じ業界・類似業態の複数の中小企業を M&A で連続的に統合し、規模の拡大・コスト効率化・市場シェア向上を狙う成長戦略）によって事業規模の拡大も考えられるといったメリットがあると考えた。こうしたことから、TEN Events（TEN）を NASDAQ へ上場させる検討を始めた。

**ウ　TEN の IPO に至る主要な事実について**

TEN Events（TEN）の上場にかかる主要な事実の時系列は以下のとおりである。

| 年月日 | 出来事 |
|---|---|
| 2021 年 6 月 3 日 | VCB による TEN Events の買収 |
| 2021 年 6 月 | Xa 氏及び Xb 氏が TEN Events の Director に就任 |
| 2023 年 3 月 | Ya 氏が TEN Events の CEO に就任 |
| 2024 年 2 月 12 日 | TEN を設立（VCB の完全子会社）。Ya 氏が CEO、Xa 氏が Director に就任 |
| 2024 年 4 月 23 日 | VCB の取締役会にて IPO 準備コストを VCB が負担することの承認。コストの見積もりは総額 150 万 US ドル～187 万 US ドル（法務・会計・監査・引受証券会社手数料等） |
| 2024 年 7 月 2 日 | TEN が VCB に対し普通株式を発行し、その対価として VCB から TEN Events の全株式を取得。TEN が TEN Events を完全子会社とする |
| 2024 年 7 月 24 日 | 登録申請書類（以下「FORM S-1」という。）を SEC に機密提出（Initial Confidential Submission） |
| 2024 年 8 月 5 日 | NASDAQ への上場申請 |
| 2024 年 10 月 9 日 | TEN の発行済普通株式を 2 対 1 で株式併合 |
| 2024 年 10 月 11 日 | FORM S-1 更新版の公開提出（Flip Public） |
| 2024 年 10 月 15 日 | VCB による TEN の FORM S-1 の提出に係る適時開示 |
| 2025 年 1 月 10 日 | FORM S-1 の SEC による承認取得 |
| 2025 年 2 月 12 日 | VCB 適時開示にて、持株比率が 82.9%となる旨開示 |

[3] Xa 氏は、Ba 氏と 2023 年頃に出会った旨述べているところ、同年 8 月頃に Xa 氏と Ba 氏との間で IPO に係る秘密保持契約を締結する内容のメールのやり取りがされており、遅くともこの頃までに接触があったものと推察される。また、VCB の CFO である Xb 氏によると、TEN の IPO プロジェクトが始まる前に、VCB 本社において一度 Xa 氏・Ba 氏との間で打ち合わせを行った際に、オフィスにいた Xb 氏にも急遽参加の依頼があり同席し、その際、Ba 氏から B 社の過去の日系企業の NASDAQ 上場へのサポートの実績や TEN の上場に関する提案を受けたとのことである。

| | |
|---|---|
| 2025 年 2 月 13 日 | TEN が NASDAQ への上場 |
| 2025 年 2 月 18 日 | IPO 決済完了（調達額約 1000 万 US ドル） |

当時、VCB においては、人員が不足しており国内事業の対応で精一杯であったことや、英語でのやり取りが可能な従業員が限られていたことから、TEN の IPO に関して VCB で上場プロジェクトチームの組成などはされなかった。VCB 側で能動的に TEN の IPO に関わっていたのは Xa 氏のみで、Xa 氏と TEN のメンバーが中心となって IPO 準備が進められていた。なお、VCB の CFO である Xb 氏も 2021 年 6 月から TEN Events の Director であったが、Xb 氏によると、普段は国内業務が中心であり、主に金融機関と監査法人対応のために適宜必要な範囲で Xa 氏及び TEN の CFO の Yb 氏から情報を入手していたものの、TEN の IPO 準備への関与は極めて限定的であったとのことであった[4]。また、Xa 氏によれば、TEN 側の中心的なメンバーは CEO の Ya 氏、CFO の Yb 氏及び Ya 氏が招聘した Yd 氏であったとのことである。

Xa 氏によると、Ba 氏との直接の面会は 2024 年以降、ニューヨークや東京等で計 2〜3 回程度であったとのことである。当時は IPO をしなければ TEN の存続が危ぶまれるとともに、VCB グループ全体の債務超過が解消できず、更には VCB の連鎖倒産も懸念されるという切迫した状況であり、アドホックな電話会議が中心で議事録等の記録もあまり取られていない状態であったとのことであった。

### 2　B 社とのコンサルティング契約の締結について

#### (1)　コンサルティング契約締結の経緯について

VCB は、2024 年 2 月、B 社との間で、TEN の IPO に関し、VCB を委託者、B 社を受託者とする以下の内容の同月 5 日付コンサルティング契約（以下「本件コンサルティング契約」という。）を締結した[5]。

| 項目 | 内容 |
|---|---|
| 契約日 | 2024 年 2 月 5 日 |

[4] TEN の IPO 準備に関する B 社とのやり取りは WhatsApp が使用されており、Xb 氏も WhatsApp のグループチャットに参加していたが、Xb 氏は、当時、国内業務で逼迫しており、英語のネイティブスピーカー同士の会話を見る時間的余裕はなかったため、Xa 氏に対し適宜のタイミングで状況を確認していたとのことであった。

[5] 本件コンサルティング契約の契約書は、VCB の署名はなされている一方、B 社の署名が存在しておらず、VCB においても B 社の署名がなされている契約書は保管されていない（TEN の FORM S-1 で公開されている本件コンサルティング契約の契約書についても B 社の署名はなされていない。）。B 社の署名が存在しない経緯は不明であるが、本件コンサルティング契約に基づき VCB が契約締結時の報酬を支払っているため、当時は VCB において締結されている認識であったものと認定した。

| | |
|---|---|
| 委託業務（第 1 条） | IPO、リバース・マージャー（SPAC）、戦略・財務アドバイザリー及び IR サービス、私募による資金調達、米国における戦略的・事業提携、買収案件パイプライン及び関連サービス（案件発掘、デューデリジェンス、取引構造の策定、クロージング、統合）等の支援 |
| 固定報酬（別紙 A の第 2 条第 1 項） | 10 万 US ドル（契約締結時）、10 万 US ドル（初回目論見書提出時）、10 万 US ドル（目論見書公開提出時）、10 万 US ドル（IPO 完了時）計 40 万 US ドル |
| 株式報酬（別紙 A の第 2 条第 2 項） | 完全希薄化後株式の 3%相当をワラント又は株式引受契約の形式で付与[6] |
| 契約期間（第 3 条） | 2024 年 2 月 5 日より 12 か月、以後継続 |

VCB 側における本件コンサルティング契約の締結は、Xa 氏が主導して行っており、Xb 氏や VCB の法務知財室にも契約の内容や契約を締結することについて事前に共有されていたが、取締役会の決議は取られていなかった。

Xa 氏は、2024 年 2 月 8 日、Xb 氏に対し、本件コンサルティング契約の固定報酬である 10 万 US ドルを VCB にて支払うことを指示し、VCB から B 社に対し 10 万 US ドルが支払われた[7]。

**(2) TEN の IPO に関する取締役会への報告について**

Xa 氏は、2024 年 4 月 23 日、VCB の取締役会において、TEN を NASDAQ などの米国の証券取引所に上場させる方針を決定したい旨、及び、TEN の IPO にかかる費用は VCB が負担することとしたい旨を提案し、同取締役会により承認可決された。なお、Xa 氏によると、TEN の IPO にかかる費用負担については、VCB が TEN に貸付を行うことにより負担する趣旨であったとのことである[8]。

当該取締役会において、TEN の CEO である Ya 氏から、IPO の準備コストとして 150 万～187 万 US ドル程度が見込まれる旨、主要なコンサルタントに対する報酬は支払い済みで

[6] その後、締結日は不明であるが、TEN Events と B 社との間でワラントを発行する契約が締結されており、本件コンサルティング契約の株式報酬に該当するものと考えられる。なお、その後、TEN の B 社に対する発行株式比率が 4.9%とされており、後述する金融機関からの質問に対して、Xa 氏から経緯を確認した Xb 氏は B 社に IPO の成功報酬として 4.9%のストックオプションを発行する旨の回答をしている。B 社に付与するワラントの数量が変更された経緯について、Xa 氏によると、TEN の IPO に関して TEN から B 社に対する現金での支払いをしないために変更されたものと思われるとのことであるが、本調査において TEN からの協力が得られておらず、真偽は不明である。

[7] なお、当該報酬支払いについては VCB としては TEN が負担すべきものと考えていたところ、その後、本件コンサルティング契約に基づく VCB から B 社への報酬残額の支払いはなされていない。かかる報酬について TEN が B 社に支払ったか否かについては不明である。

[8] なお、Xa 氏及び Xb 氏によると、後述する本件アドバイザリー費用を想定していたものではなく、一般的な IPO にかかる費用を想定していたとのことであった。

ある旨の説明がなされている。

**(3) 小括（本項目において認められた問題点）**

VCB の決裁基準では、3000 万円以上の金額に関する契約は重要なものとして取締役会の承認が必要であるところ、本件コンサルティング契約にかかる固定報酬は 40 万 US ドルであり、当該金額基準を超えている。よって、本来であれば、本件コンサルティング契約を締結する前に取締役会の承認決議を得るべきであったといえるが[9]、Xa 氏においてこのような議案は上程しておらず、本件コンサルティング契約の締結について知る Xb 氏や、法務知財室等のほか関係する役職員においても、この点につき特段の対応はなされなかった。

本件コンサルティング契約の存在やそれに伴う支出は、特に取締役会構成員に対して秘密にすべき性質のものではない。もっとも、Xa 氏自身が遺漏なく所定の手続を行える状況にないにもかかわらず、TEN の NASDAQ 上場に関する事項については Xa 氏任せになっていた状況が窺える点で、後記の各事象の素地を示す事象であると考える。

**3 D 社への TEN 株式の譲渡について**

**(1) 株式譲渡が行われた経緯について**

TEN の FORM S-1 において、VCB が、2024 年 9 月 9 日及び同年 10 月 9 日に、D 社に対し、TEN の普通株式をそれぞれ 110 万株ずつ、合計 220 万株を譲渡した旨の記載がなされている（以下この 2 回の株式譲渡を「本件株式譲渡」という。）。なお、FORM S-1 上の記載は上記のとおりであるが、1 回目の本件株式譲渡契約書上は 220 万株を譲渡する旨が記載されており、その後、1 回目の譲渡と 2 回目の譲渡の間に 2 対 1 の株式併合が行われていることから、事後的に 110 万株と評価すべき状態となったようである。

本件株式譲渡を行った理由について、Xa 氏は、TEN が上場するにあたり、Flip Public（FORM S-1 を公表する形で SEC に提出すること）までに TEN の株式を非関連法人に一定数保有させておく必要性[10]があったことが直前で判明し、Ba 氏の提案により行われたものであると述べている。また、Xa 氏は、D 社は B 社が指定した会社であり[11]、本件株式譲渡は、B 社らに対する TEN の IPO の成功報酬の意味合いも含まれていると理解していたと説明している。なお、Xa 氏は、譲渡先である D 社の詳細については「B 社の後ろにいる会社」という程度にしか把握していないとのことであった。

Xa 氏は、2024 年 10 月 3 日、D 社への株式譲渡にあたり、VCB の法務知財室室長の a 氏

---

[9] 念のため付言すると、当該報酬が TEN の上場に関するものであり、VCB において、最終的には TEN に負担させる方策を取る可能性があったとしても、一旦は VCB の債務になる以上、承認決議の必要性に変わりはない。

[10] NASDAQ の「Initial Listing Guide」（新規上場ガイド）によると、上場の際に「Market Value of Unrestricted Publicly Held Shares」（制限のない一般株主が保有する株式の時価総額）が 1500 万 US ドルであることが求められている。

[11] B 社には c 氏という氏名の従業員が存在しているところ、後述する本件株式譲渡契約書において同姓同名の人物が D 社の Principal として署名していることから、D 社は B 社の関係者の企業であると推察されるが、本調査では、B 社の協力が得られておらず、これ以上の詳細は不明である。

との社内チャットにおいて、事前に当該株式譲渡に取締役会の決議が必要であるかを確認している。それに対し、a 氏から、取締役会決議は不要であり、株式譲渡契約書の押印（署名）申請は法務知財室で行う旨の回答を得ていた。ただし、両者の社内チャットによれば、両者は、「株式の売却価格は 1 円ないし 0 円である」という前提に依拠して、取締役会決議は不要であると判断しており、後記(5)のとおり、こうした判断には疑問の余地がある。また、Xa 氏と a 氏との社内チャットのやり取りでは、a 氏が Xa 氏に対して、株式譲渡契約書の共有を促したものの、結局、その後に Xa 氏から株式譲渡契約の押印（署名）申請は行われておらず、VCB において本件株式譲渡に関する契約書は保管されていない。

Xa 氏は、2024 年 10 月 3 日に a 氏との上記社内チャットのやり取りを行った後、本件株式譲渡に関し、D 社との間で以下の内容の株式譲渡契約（以下「本件株式譲渡契約」という。）を一部バックデートで作成した[12]。以下のとおり、本件株式譲渡契約の内容は 1 回目と 2 回目の譲渡で譲渡日や譲渡対象株式数は異なるものの、基本的には同内容であった[13]。

【本件株式譲渡契約（2024 年 9 月 9 日）】

| 項目 | 内容 |
|---|---|
| 契約日・譲渡日（第 1 条） | 2024 年 9 月 9 日 |
| 譲渡人、譲受人 | 譲渡人：VCB、譲受人：D 社 |
| 譲渡対象株式（第 1 条） | TEN 株式 220 万株 |
| 対価（第 2 条） | 本件株式譲渡は、譲受人が譲渡人に提供するアドバイザリーサービス及び技術導入サービスに対する対価であり、譲受人は追加の対価を支払わない。 |

【本件株式譲渡契約（2024 年 10 月 9 日）】

| 項目 | 内容 |
|---|---|
| 契約日・譲渡日（第 1 条） | 2024 年 10 月 9 日 |
| 譲渡人、譲受人 | 譲渡人：VCB、譲受人：D 社 |
| 譲渡対象株式（第 1 条） | TEN 株式 110 万株 |

[12] Xa 氏は、2024 年 10 月 11 日の Xb 氏との社内チャットにおいて、金融機関の承諾を待っていたら TEN の IPO が遅れてしまうため、同年 9 月の本件株式譲渡についてバックデートで実行する旨の考えを示している。

[13] 締結日は不明であるが、2024 年 10 月 11 日に提出された TEN の FORM S-1 において、本件株式譲渡の経緯について記載されているため、それまでに締結された可能性が高い。

| | |
|---|---|
| 対価（第 2 条） | 本件株式譲渡は、譲受人が譲渡人に提供するアドバイザリーサービス及び技術導入サービスに対する対価であり、譲受人は追加の対価を支払わない。 |

このように 2 回に分けて本件株式譲渡が行われた経緯について、B 社と TEN の IPO を担当していた米国の法律事務所の弁護士との間でのやり取りによると、NASDAQ 上場の際に求められる「Market Value of Unrestricted Publicly Held Shares」（制限のない一般株主が保有する株式の時価総額）が 1500 万 US ドルを満たすためには、2024 年 9 月 9 日付譲渡分の 220 万株（株式併合後の 110 万株）では足りないことが考慮され、同年 10 月 9 日付でさらに 110 万株の譲渡がなされたことが窺われる。もっとも、本調査では、TEN 及び B 社の協力が得られておらず、この点の詳細は不明である。

**(2) 本件株式譲渡に関する TEN の開示上の説明について**

Xa 氏は、D 社との間で、本件株式譲渡契約の他に、以下の内容の「Memorandum of Understanding」と題する契約書（以下「本件 MOU」という。）を作成している。

【本件 MOU】

| 項目 | 内容 |
|---|---|
| 契約日 | 2018 年 5 月 31 日 |
| 目的（第 1 条） | VCB と D 社との間で、VCB の東南アジアにおけるオンラインイベント事業の拡大に向けた協力の枠組みの確立 |
| D 社の責務（第 2.2 条） | 東南アジア内の潜在的なパートナー及び買収対象企業に対し、VCB を紹介する。VCB の東南アジア市場への参入を促進するため、営業及び市場開拓活動を支援する |
| 報酬（第 3 条） | 将来の両当事者間の交渉に委ねられる。ただし、D 社への報酬は、VCB 又はオンラインイベント関連事業を管理するために将来設立される可能性のあるグループ会社のワラント又は株式の割当を通じて支払われることに合意する |
| 契約期間（第 3 条） | いずれかの当事者が 30 日前の書面による通知をもって終了させない限り、本覚書の日付から 6 ヶ月間有効とする |

本件 MOU を踏まえ、2024 年 10 月 11 日に提出された TEN の FORM S-1 では、本件株式譲渡について以下のとおり記載されている。

・VCB から D 社への株式譲渡は、アドバイザリーサービス及び技術導入サービスの対価として行われたものであること。
・当該アドバイザリーサービス及び技術導入サービスは、2018 年 5 月に両当事者間で締結された契約に基づくものであり、当該契約では、VCB 又は将来のグループ会社（TEN 等）の株式の割当を通じて、概算で 100 万 US ドル相当の報酬が支払われることが想定されていたこと。

本件株式譲渡の対価について、上記 FORM S-1 及び本件株式譲渡契約第 2 条におけるアドバイザリーサービス及び技術導入サービスに対する対価という記載と、本件 MOU の「D 社の責務（第 2.2 条）」に定める業務は必ずしも一致していないものの、上記 FORM S-1 における 2018 年 5 月という契約締結時期が本件 MOU の作成日付と合致していることから、上記 FORM S-1 記載の 2018 年 5 月に締結された契約に相当するものとして、本件 MOU が作成されたものと考えられる。

しかしながら、前述の Xa 氏の供述からも明らかなとおり、D 社は、VCB にとって、本件株式譲渡を実行する際に初めて B 社から紹介を受けた会社であり、2018 年当時に VCB と D 社との間で本件 MOU を締結しているはずはない。実際には、本件 MOU は、本件株式譲渡の際にバックデートで作成されたものであり、本件 MOU に定められた D 社による VCB に対する役務提供も存在しなかったものと認められる。この点、Xa 氏も、本件 MOU に定められた役務提供が存在しないことは認めており、本件 MOU についても記憶は曖昧であるもののバックデートで作成したと思われると述べている。

なお、Xa 氏からは、他の VCB 側関係者に対して、本件 MOU の存在は共有されておらず、また、Xa 氏以外の VCB 関係者が、本調査開始以前において、TEN の FORM S-1 上、本件株式譲渡が、実際には存在しない本件 MOU に基づく D 社の役務提供の対価として譲渡されたと説明されていることを認識していた事実は確認されていない。

**(3) 本件株式譲渡に関する金融機関への説明について**

（省略）

**(4) 本件株式譲渡に関する取締役会への説明について**

Xa 氏は、2024 年 11 月 26 日開催の取締役会において、本件株式譲渡について各取締役に対し、以下の説明を行った。

・TEN の IPO のプロセスにおいて投資家を集めてくる役割の D 社に対してワラントを発行しようとしたが、発行が間に合わないため、VCB が持っている TEN の株を無償譲渡することで進めている。そのため、現状 TEN は完全子会社ではなく、91.2%の持分比率となっている。
・IPO の際に投資家を公募しても、マイクロキャップの IPO の場合は投資家が集まっ

てこないので、投資家を事前に集めに行く必要があり、その投資家のリストを作ってNASDAQに提出をして、NASDAQがそれを承認するというプロセスを取る。
・譲渡した株は上場時の額で見たら大きく見えるが、受け取った後、市場で直ちに売れるものではなく、実際はかなり長期で持たざるを得ず、そのリスクを取りつつ現金を受け取らずに無償で投資家を集めてくる作業を行ってもらう形になっている。
・220万株をD社に譲渡しているが、簿価がほとんどなく価値がほぼない株なので取締役会決議を取っていない。
・[redacted]
・おそらくアジア系香港とか中国とかシンガポールからの投資家を集めてくるのではないかと思われる。ただ、NASDAQのチェックを通すことができる投資家を連れてくるのだと思われるが、どのようにNASDAQの審査を通していくのかは不明である。
・マイクロキャップの上場ではよく行われる手法と聞いている。

**(5) 小括（本項目において認められた問題点）**

本件株式譲渡の対価は、TENの開示上は、D社による本件MOUに基づくアドバイザリーサービス及び技術導入サービスの業務であると公表されていたものの、実際にはその業務に実態はなかった。Xa氏においては、このような事実を認識しつつ事実と異なる書類の作成に関与し、これが米国において開示に供されている。また、同時期に作成された本件株式譲渡契約についても、一部、バックデートで作成し、その内容が正しいものとして米国において開示されている。米国証券法上の評価は当委員会の判断事項ではないものの（第1の6(3)）、事実と異なる書面の作成に関与し、それを公衆縦覧に供される開示書類の記載の基礎とさせた点は、不適切な対応であったと評価せざるを得ない。

また、Xa氏は、TENの株式の譲渡対価が0円ないし1円であること（前記(1)参照）、又は、簿価がほとんどないこと（前記(4)参照）から、決裁基準である3000万円を下回るとして取締役会決議は不要であると判断しているが、当時、Xa氏から経緯の説明を受けたXb氏は本件株式譲渡に当たっての金融機関への説明において、TENのIPO後の株価を低くとも1株当たり4USドルであることを回答しており、VCBにおいてはTENのIPO後の株価を低くとも1株当たり4USドル程度で見込んでいたのであるから[14]、この点を加味すれば220万株の譲渡は優に決裁基準を上回るとも考えられ、決裁基準への当てはめについては、より慎重な検討が必要であったものと思われる。さらに、この点はXa氏と共に取締役会決議は不要と判断した法務知財室に対しても同様の指摘が妥当する。

[redacted]

[14] 本公表版ではVCBの要請により、本件株式譲渡に関する金融機関に対する説明の詳細についての記載を省略している。

[redacted]

なお、本件については、Xb 氏も、事前に本件株式譲渡の存在を知っていたのであるから、Xa 氏に取締役会への承認を求める、Xa 氏が承認を不要と考えているようであればその根拠を慎重に確認する等の対応が望まれたが、実際にはこうした対応を取るには至らなかった。

また、Xa 氏は、本件株式譲渡契約や本件 MOU について、法務知財室を通すことなく自ら契約を締結しており、この結果、VCB においてこれらの契約書が保管されていない。このことは、書類管理上も問題のある体制・運用であったといわざるを得ない。

なお、上記のとおり、Xa 氏及び Xa 氏から説明を受けていた Xb 氏は、D 社は投資家を集める業務をしていたと認識しているとのことであるが、本調査においては、TEN や B 社に対するインタビュー等を実施できておらず、D 社が本件株式譲渡を受けるに値する業務を実際に行っていたかについては確認できていない。

### 4　本件アドバイザリー契約について

#### (1)　本件アドバイザリー契約締結の経緯

##### ア　本件アドバイザリー契約の内容について

TEN が 2025 年 5 月 20 日に提出した FORM 10-Q（2025 年 12 月期第 1 四半期報告書に相当するもの）の Exhibits（添付資料）として、以下の 4 社[16]との間の 4 つの契約が添付されている（以下、4 社との契約を総称して「本件アドバイザリー契約」という。）。本件アドバイザリー契約に係る報酬（以下「本件アドバイザリー費用」という。）は合計 540 万 US ドルである。

| 会社名 | 契約名 | 契約日[17] | 金額 | 役務概要 |
|---|---|---|---|---|
| E 社 | Follow-On Offering Advisory Agreement | 2025/2/18 | 153 万 6769US ドル | 資金調達取引における財務アドバイザーとして、追加公募及び資本市場に関する |

[15] [redacted]

[16] 本件アドバイザリー契約書等によると、E 社及び F 社はニューヨーク市の同住所を所在地とする会社であり、G 社及び H 社は、いずれも英国ヴァージン諸島を所在地とする会社である。

[17] FORM10-Q の添付資料として開示されている本件アドバイザリー契約に関する契約書の契約日付は 2025 年 2 月 18 日であるが、同日頃に、同月 1 日を契約日とする同内容の書面が作成されている。かかる同月 1 日を契約日とする書面が作成された経緯は不明であるが、本件調査において、FORM10-Q の添付資料として開示されている同月 18 日付の契約書は、いずれも支払後である同年 5 月以降に確認されるところ、同月 18 日付の契約書はバックデートで作成された可能性が否定できない。

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| | | | | 助言サービス等 |
| F 社 | MASTER SERVICES AGREEMENT | 2025/2/18 | 204 万 9025US ドル | デジタルマーケティング・テクノロジー・事業開発等 |
| G 社 | Follow-On Capital Markets Services Agreement | 2025/2/18 | 102 万 4513US ドル | 上場後の資本構成に関する包括的な分析追加公募に向けた戦略的計画の枠組み及び手法の策定等 |
| H 社 | Consultancy Agreement | 2025/2/18 | 78 万 9693US ドル | IPO 後の市場におけるポジショニング及び投資家向け広報戦略について助言等 |
| | | 計 | 540 万 US ドル | |

**イ　本件アドバイザリー契約に関する Xa 氏と TEN 関係者とのやり取りについて**

本件アドバイザリー契約について、TEN の CFO であった Yb 氏と Xa 氏の間で、本件アドバイザリー費用の金額、費目、資金使途等に関するメールのやり取りがなされている。かかる一連のやり取りについて、Xa 氏によると、B 社から、TEN の IPO を実現させるため、B 社が指定する先に対して総額 540 万 US ドルを支払い、役務提供をしてもらうという Rebate deal を提案されたとのことであり、B 社が指定する契約先に行わせる役務は後付けで決めていたとのことであった。なお、Xa 氏は、当初は B 社との間で自らが協議をしていたものの、その後は TEN の CEO の Ya 氏や CFO の Yb 氏に任せており、最終的に B 社が指定する契約先にどのような業務を行わせたかについては把握していたが、TEN と契約先との詳細なやり取りや具体的な作業内容については把握していないとのことであった。

**ウ　本件アドバイザリー契約に関する VCB 社内の認識について**

Xa 氏からの社内に向けた説明を踏まえて、VCB の一部の役職員間でも、社内チャット上で、本件アドバイザリー契約について、540 万 US ドルをアレンジャーの報酬として支払うことを前提としたやり取りがなされている。

**(2)　本件アドバイザリー契約の送金先について**

TEN は、2025 年 2 月 13 日の NASDAQ 上場後、同月 19 日に、本件アドバイザリー費用の支払いを行ったが、本件アドバイザリー費用のうち、F 社及び E 社分については、それぞれ I 社及び J 社という別の法人に送金している[18]。

[18] 送金履歴によると、2025 年 2 月 18 日に TEN 名義の口座から TEN Events 名義の口座に資金移動が行われ、その翌日の同月 19 日に TEN Events 名義の口座から本件アドバイザリー費用の支払いがなされている。

この点、F 社及び E 社の 2 社について、それぞれ、以下の内容の I 社及び J 社との契約書が確認されており、契約の対価はいずれも本件アドバイザリー契約における F 社及び E 社の契約に係る対価と同額である。なお、2 つの契約は契約日付や役務内容が異なっているものの、その他の条項や契約書としての体裁は同じであり、いずれも本文が A4 で 1 頁程度で契約書名も記載されていない簡素なものであった[19]。

F 社及び I 社との契約

| | |
|---|---|
| 契約名 | 記載されていない[20]。 |
| 契約日付 | 2024 年 5 月 5 日（役務期間：2024 年 6 月 1 日～2025 年 5 月 31 日） |
| 本文（要旨） | F 社は I 社に対し、役務（marketing services）の対価として 204 万 9025US ドルを支払う。 |

E 社及び J 社との契約

| | |
|---|---|
| 契約名 | 記載されていない。 |
| 契約日付 | 2024 年 1 月 8 日（役務期間：2024 年 2 月 1 日～2025 年 1 月 31 日） |
| 本文（要旨） | E 社は J 社に対し、役務（business review・strategy formation・business development）の対価として 153 万 6769US ドルを支払う。 |

また、上記の契約に加え、F 社及び E 社から TEN に対し、それぞれ 2025 年 1 月 17 日及び同月 7 日付で、204 万 9025US ドルを I 社に、153 万 6769US ドルを J 社に支払う内容の支払指示書の存在が確認されている。

これらの契約及び支払指示書の内容は、本件アドバイザリー費用のうち F 社及び E 社分について送金先を変更するために作成されたものと考えられるが、支払指示書の日付は本件アドバイザリー契約の締結より前である[21]。

このように、本件アドバイザリー契約の締結先と異なる相手先に送金する内容の契約書や支払指示書が、本件アドバイザリー契約の作成日付より前の作成日付で作成され、最終的に本件アドバイザリー費用が契約の締結先と異なる先に送金されているが、その経緯については、TEN や B 社がインタビューに応じておらず不明である。

なお、Xa 氏は、2025 年 2 月 18 日、Yb 氏より本件アドバイザリー契約にかかる 540 万 US ドルの支払いについて「Please provide your confirmation for the following wires」と確認を求め

[19] 当該契約によると、I 社及び J 社はいずれも英国ヴァージン諸島を所在地とする会社である。
[20] PDF ファイル化されており、ファイル名には consultancy agreement と記載されている。
[21] この点、Xb 氏によると、これらの契約及び支払指示書は Ya 氏から旧版の契約書として提供を受けたものであるとのことであったが、当時は内容を確認しておらず、当委員会設置後の再検討の過程で当該契約書の存在を認識したとのことであった。

られ[22]、同月 19 日、メールで「Please proceed」と返信しているが、当該 Yb 氏からのメールでは、支払先としては本件アドバイザリー契約の相手方が記載されており、Xa 氏は契約先と支払先の一部が異なることを認識していなかったとのことである[23]。

**(3) 本件アドバイザリー契約に係る 540 万 US ドルに関する取締役会での説明について**

本件アドバイザリー契約の締結及び本件アドバイザリー費用の支払いについては、一部の取締役には共有されていたものの、取締役会において詳細な議論がされていた形跡は見当たらなかった。なお、TEN の上場直後に行われた 2025 年 2 月 28 日の VCB の取締役会において、Ya 氏から IPO による調達資金の使途について説明がなされたところ、本件アドバイザリー費用について、Ya 氏は「We invested 5.4 million of that on the SHARE initiative for V-cube.」（日本語訳：540 万を、VCB のシェアイニシアチブに投資した。）と述べている。かかる発言の意図については、当委員会から TEN に対し Ya 氏のインタビューを申し出たが、TEN が応じなかったため不明である。

**(4) 小括（本項目において認められた問題点）**

VCB では関係会社の重要な契約の締結についても、3000 万円以上の金額に関するものは取締役会の承認が必要であるが、上場子会社についてはその対象から除外されている（関係会社管理規程第 8 条第 4 項）。

そのため、規程上は取締役会の決議を得る必要はないが、本件アドバイザリー費用は 540 万 US ドルであり、TEN が上場した際の調達資金である約 1000 万 US ドルの半分もの金額を費消するものであるから、Xa 氏において、本件アドバイザリー契約の内容について注意深く検証をした上で、その是非について取締役会で議論すべきであったといえる。また、Xb 氏においても本件アドバイザリー契約の存在は知っていたのであるから[24]、Xa 氏に対し取締役会で議論をするよう進言すべきであったといえる。

さらに、取締役会において Ya 氏から本件アドバイザリー費用の説明があった際も、取締役からは特段の質問がなされておらず、本件アドバイザリー契約に関して、Xa 氏以外の取締役による主体的な検証が経られていたとは言い難い。

なお、本件アドバイザリー費用については、TEN が 2025 年 5 月 20 日に提出した FORM

---

[22] Xa 氏によると、当時、本件アドバイザリー契約について、TEN 株式を費用の対価とするか、TEN から直接現金で費用の支払いをするか検討していたところ、VCB としては株価次第では取り分が減る株式報酬より TEN による支払いの方が金額が固定化するためより良いと考え、TEN に対し直接費用を支払う方針でいくことを指示したため、Yb 氏よりこのような報告が来たのではないかとのことである。

[23] その後の TEN 関係者と TEN の監査法人との 2025 年 5 月 15 日及び同月 16 日のメール（Xa 氏は CC に入っている。）にはそれぞれ TEN の銀行口座の履歴やエクセルファイルが添付されており、そのファイルの詳細を確認すれば、本件アドバイザリー契約に係る対価の支払い先が契約先と異なることが分かるが、Xa 氏は、多忙のため自らが宛先ではなく CC として送信されているメールについて詳細に内容を確認しておらず、本件アドバイザリー費用の送金先が本件アドバイザリー契約の締結先と異なっていることは知らなかった旨述べている。

[24] 本公表版では VCB の要請により省略しているが、Xb 氏の社内チャットによると、Xb 氏は本件アドバイザリー費用の発生について事前に認識していたものと考えられる。

10-Q における開示では本件アドバイザリー契約の対価であるとされている。もっとも、上記の一連の経緯に加え、Xa 氏において、契約に基づく業務の詳細を把握しておらず、TEN に所属し、業務の実態をよりよく知る立場の Ya 氏も取締役会で前記(3)のとおり不明瞭な説明をしている上、本件アドバイザリー費用のうち F 社及び E 社分については本件アドバイザリー契約の締結先とは異なる法人に送金されておりその経緯も判明していないなど、不審な点が散見されている。そのため、本件アドバイザリー契約に係る業務については、その実在性・対価の相当性に疑念を持たざるを得ない。

もっとも、本調査においては TEN 及び B 社から調査に対する協力が得られておらず、上記業務に関して役務提供の実態が存在したことを裏付けるに足る客観的な証拠を得られておらず、他方、その実態が全くなかったと断定するに足る証拠も得られていない。

こうしたことから、当委員会としては、対価に見合う役務提供の実態の存在を確認することができなかったと結論付けざるを得ない[25]。

### 5　Xa 氏が作成した本件サイドレターについて

#### (1)　本件サイドレター作成の経緯

Xa 氏は、2025 年 5 月頃、Ya 氏から、TEN の現地監査人であった K 監査法人の TEN の監査の過程で、本件アドバイザリー費用について、「TEN の企業価値向上の効果を享受する親会社が負担すべき費用」との指摘が K 監査法人からなされた旨の説明を受けたとしている。

Ya 氏は、かかる K 監査法人からの指摘について、Xa 氏との間で対応について協議を行った結果、Xa 氏から、TEN に対して、①本件アドバイザリー契約は TEN が VCB に代わって締結したものであること、②VCB は、本件アドバイザリー契約に基づく全ての義務、責任及び責務の譲渡を受け入れること、③VCB が、契約の完了又はプロジェクトの進捗に伴い、本件アドバイザリー契約の支払いに際して TEN が立て替えた前払金を支払うことを約束する旨が記載され、Xa 氏がサインした本件サイドレター[26]が提出された[27]。なお、本件サイドレターはいずれも 2025 年 2 月 18 日付であるが、実際には上記のとおり 2025 年 5 月に作成・差し入れられており、日付はバックデートである。また、本件サイドレターは Word ファイルで作成されており、署名欄に Xa 氏の署名のオブジェクトが貼り付けられている。この点、Xa 氏は、当該署名のオブジェクトについては自ら保存しているものを貼り付けたと

---

[25] なお、本件アドバイザリー契約のうち、少なくとも E 社、F 社及び G 社との契約については一応の成果物が TEN に提出されている。もっとも、TEN 及び B 社から調査に対する協力が得られておらず、当該成果物が対価に見合うものであるかその他当該成果物に関する詳細について、本調査においては検証することができていない。

[26] 4 通のサイドレターはそれぞれ本件アドバイザリー契約の 4 つの契約に対応するものである。なお、サイドレターの 1 通には VCB が費用を負担する契約名として「IT Service Agreement」と記載されているところ、F 社の原契約（Master Services Agreement）の役務内容には、デジタルマーケティング・テクノロジー・事業開発等の IT・技術役務が含まれており、特段矛盾するものではないと考えられる。

[27] なお、本件サイドレターは提出したものの、TEN は K 監査法人を解任し、後任の監査人として L 監査法人が就任した（TEN の 2025 年 5 月 14 日付 Form 8-K 参照）。また、かかる K 監査法人との交渉の過程で TEN の CFO の Yb 氏が退任しており、2025 年 5 月 9 日に Xa 氏が暫定的に TEN の CFO に就任している。

認めている。

なお、本件サイドレターは、2025 年 5 月 20 日、TEN の FORM 10-Q のための資料として TEN の従業員から TEN が開示対応を依頼している弁護士事務所に送付されている。

**(2) 本件サイドレターの報告状況について**

本件サイドレターの作成に関し、Xa 氏は、その作成時点において、取締役会や A 監査法人に報告していない。

Xa 氏は、本件サイドレターの作成・差し入れについて、K 監査法人を説得するための一時しのぎの緊急対応策であり、実際に VCB から金銭が出ていくものではなく、後々、負担の分担や処理を考えればよいこと、また、連結の親子会社間の取引であり、連結決算上は相殺消去され、債務として現れないことから重要と考えていなかったため、取締役会や A 監査法人に報告していなかった旨述べている。

なお、VCB は、2025 年 12 月期半期報告書に係る期中レビューのため、2025 年 8 月 14 日付で、代表取締役社長の Xa 氏及び取締役 CFO の Xb 氏の連名により、A 監査法人に対し経営者確認書を提出している。同確認書には、中間連結財務諸表の作成に関連すると認識している全ての債務又は偶発債務（保証に係るものを含む。）を提示した旨（第 30 項）、及び認識された全ての関連当事者との関係及び取引を提示した旨（第 44 項）等の表明が含まれている。本件サイドレターの不提示は、かかる経営者確認書での表明に違反すると考えられるところ、同確認書は、当時、本件サイドレターの存在を認識しておらず、上記表明への違反を認識できない Xb 氏の確認は経たものの、Xa 氏の確認を得ないまま、Xa 氏が含まれない社内の押印申請プロセスを経て提出されていた。

**(3) 本件サイドレター差し入れ後の費用分担に関する Xa 氏と Ya 氏とのやり取り**

本件サイドレターの発出後である 2025 年 6 月 2 日、Xa 氏は、Ya 氏に対し、本件アドバイザリー費用の一部（E 社、F 社及び G 社分）の負担に関する費用分担契約（以下「本件費用分担契約」という。）のドラフト 3 件をメールで提示した[28]。ドラフトはいずれも 2025 年 2 月 18 日付のもので、E 社及び G 社分については、「TEN が所定金額以上の資金調達を完了できなかった場合に費用を VCB が負担する」という条件付きで費用を負担する内容で、F 社分については無条件で費用を負担する内容であった。なお、この段階で前者の条件とされていた TEN の資金調達額は 500 万 US ドルであった。

その後、Xa 氏と Ya 氏の間で、費用負担の条件となる資金調達額について協議が行われ、Ya 氏は、2025 年 7 月 11 日、Xa 氏に対し、本件費用分担契約ドラフト 3 件を VCB の公式レターヘッドに修正して返送するよう依頼した。

[28] 費用分担契約のドラフトが 4 件ではなく 3 件であることについて、Xa 氏は F 社分の費用分担契約のドラフトに H 社分も含まれている認識である旨述べているが、ドラフトの文面から Xa 氏が指摘するような内容は読み取れなかった。

その後も Xa 氏と Ya 氏との間で本件費用分担契約に関する交渉は継続したが、最終的な締結には至らなかった[29]。

なお、Xa 氏は、遅くとも 2025 年 7 月 12 日には、本件費用分担契約について交渉をしていることを Xb 氏に伝えている。また、A 監査法人は、同年 5 月 28 日及び同年 7 月 26 日の 2 回にわたり、Xa 氏に対しインタビューを行っているところ、その際に、Xa 氏は、本件アドバイザリー費用の負担について TEN と交渉している旨の回答をしたとのことである。これらの際に、Xb 氏や A 監査法人に対して本件サイドレターの存在については共有されなかった。また、本件費用分担契約にかかる交渉について取締役会には報告されていなかった。

**(4) 小括（本項目において認められた問題点）**

**ア 本件サイドレターについて**

本件サイドレターは、VCB が本件アドバイザリー費用を負担する内容となっているため、たとえ親子会社間で差し入れられたものであったとしても、VCB の債務負担行為に該当する上に、VCB が負う債務の金額も総額 540 万 US ドルと高額であるから、作成時に VCB 取締役会に承認決議を求めるべきであったといえる。

また、本件サイドレターは、実際には 2025 年 5 月に作成されたにもかかわらず、同年 2 月 18 日付にバックデートして作成されたものであり、かかる日付を遡らせた書面が TEN の監査対応や FORM 10-Q の開示対応のための資料として用いられたことは、それ自体適切なものとは言えない。

さらに、Xa 氏は、監査法人による 2 回にわたるインタビューの際にも本件サイドレターの存在を共有しておらず、監査法人が判断の前提となる情報を適時に得られない状況を生じさせた点も問題であったといえる。

加えて、A 監査法人に対し提出された経営者確認書については、VCB 代表印が押捺されているが、Xa 氏自身による押印ではなく、Xa 氏自身は経営者確認書の内容について確認していない。経営者確認書は、監査人が監査意見形成に当たって重要な事項を記載した、監査意見の前提として重要な書面であり、監査の最終局面で入手されるものであって、署名名義人である経営者自身がその内容を確認した上で提出することが当然に予定されている書面である。それが代表取締役である Xa 氏の確認を得ることなく A 監査法人に提出されていることは、監査に対応する体制として不適切と言わざるを得ない。

**イ 本件費用分担契約について**

本件費用分担契約についても、最終的には締結に至っていないものの、本件アドバイザリー費用について VCB が負担する内容のものであるから、取締役会においてその当否を協議すべきであったといえる。

---

[29] 2025 年 8 月 2 日に、Xa 氏の後任である TEN の CFO の Yc 氏から、Xa 氏に対し、本件費用分担契約の締結状況について確認がされた際、Xa 氏は未締結である旨の回答をしている。

**6　TEN が受領した Subpoena（召喚状）について**

**(1)　DOJ からの Subpoena について**

TEN は、2025 年 10 月 27 日、DOJ から同月 21 日付の召喚状（以下「本件 Subpoena」という。）を受領した。

（以下、DOJ 及び SEC による調査に関する事項であるため省略）

**(2)　本件 Subpoena を踏まえた社内対応**

（VCB の要請により省略）

**(3)　SEC による調査について**

（DOJ 及び SEC による調査に関する事項であるため省略）

**(4)　NASDAQ からの照会内容について**

（DOJ 及び SEC による調査に関する事項であるため省略）

**(5)　小括**

（VCB の要請により省略）

**7　本件サイドレターの取締役会による追認について**

**(1)　2026 年 2 月 6 日の臨時取締役会の開催に至る経緯**

2026 年 2 月初め頃、VCB の株式の非公開化に向けた M 社によるデューデリジェンス（以下「本件 DD」という。）の過程において、2025 年度末時点の TEN 単体の計算書類と VCB 単体の計算書類の不整合、すなわち、本件アドバイザリー費用の支払いに係る会計処理について、TEN 側では VCB に対する「Advance」（前払金）として計上している一方、VCB 単体側では未払金として認識されていない点が指摘され、その理由を確認する過程で本件サイドレターの存在が認識された。本件 DD の対応をしていた Xb 氏は、本件サイドレターに関する指摘を受け、Xa 氏及び Yc 氏に事実確認を行った。その後、VCB は、VCB 取締役会による本件サイドレターの追認決議により手続的瑕疵を治癒し、VCB 側の単体計算書類において費用計上することにより上記会計上の不整合の問題を解消するべく、2026 年 2 月 6 日、緊急の臨時取締役会が開催され、「第 1 号議案　TEN の上場後の投資に関する費用計上の件」が上程された。

**(2)　臨時取締役会における審議状況**

臨時取締役会において、Xa 氏から、4 社との本件アドバイザリー契約について、取引内容、費用内訳及び事実経緯が記載された概要資料に基づき、

(i) TEN の上場後の成長戦略（ロールアップ戦略等）のパッケージに含まれる契約であること、各契約の業務は既に準備が開始されていること、
(ii) 本件サイドレターは、TEN の監査人から、TEN の企業価値向上の効果を享受する親会社の VCB が負担すべき費用であるとの指摘があり、Xa 氏が緊急対応策として作成・署名し、TEN に対してバックデートで差し入れたものであること、
(iii) 差し入れに際して、本来 VCB 取締役会の決議が必要であるにもかかわらず手続を失念していた事実経緯、
(iv) 現状、TEN・VCB の単体の計算書類上、不整合が存在しており是正する必要があること、
(v) 今般の追認とその費用計上によっても「連結」における財務諸表や開示資料には影響はないこと、VCB と TEN との間で VCB のソフトウェアの販売契約を締結し、これにより得られる収益で相殺することなどにより VCB の実質的な費用負担や現金支出は想定されておらず、PL インパクトもなく、VCB の債務超過を招来するものではないこと、
(vi) 他方、追認しない場合には、TEN の決算書類に誤りがあったこととなる可能性があり、ひいては VCB から TEN への貸付金の回収不能リスクが生じ得ることなどの前提事情を説明し、至急、VCB 取締役会において本件サイドレターの追認決議をし、会計上の不整合を解消させて、決算手続を進める必要があること、

等が説明された。

また、Xb 氏からは、現状、TEN の連結除外は、スタンドアローンの論点として本件 DD における重要な検討事項となっており、不整合に関する処理が確定するまで本件 DD の進行を一時留保している状況が説明された。重ねて、Xa 氏からは、当該費用を支払うか否かについていずれの処理を選択したとしても、直ちにスポンサーとの協議が打ち切られるわけではなく、取締役会においてはニュートラルに整理し、VCB の実質負担はない前提で調整したい旨の補足説明がなされた。

さらに、同席した N 法律事務所の d 弁護士からは、

(i) 本件サイドレターの提出は、本来、VCB の取締役会の重要な業務執行に該当し、取締役会決議が必要であること、
(ii) VCB の取締役会決議を欠いた本件サイドレターの法的効力については、相手方の主観により有効性が左右されるが、取締役会で追認しなかったとしても、無効を主張して TEN と争うことのハードルは高いこと、
(iii) 追認した場合には有効となり、VCB の単体の計算書類に計上されること、
(iv) 追認されなかった場合、本件 DD・スポンサー支援の継続に重大な支障を来す可能性が高いものの、追認の是非については本件 DD とは切り離して考えるべきであり、VCB 役員の善管注意義務を果たしていただくという意味では、VCB の単体への経営・財務上の影響についてしっかり議論のうえ、納得感をもって決議いただきたいこ

と、

（v） 追認は、過去の会計上の不整合を正すものであり、直ちに VCB の新たな損害を確定させる性質のものではないこと、

等が助言された。

他の取締役から、4 社との本件アドバイザリー契約の取引内容や経済合理性・効果、事後追認となった経緯とその理由、TEN の監査人・VCB の監査法人の認識、金融機関の反応、追認する場合としない場合の各影響など様々な観点から質問がなされ、それぞれ Xa 氏や Xb 氏、d 弁護士から回答・説明された。

特に、審議において、VCB 監査等委員の Xc 氏より、本来もっと早い段階で、社内で不備に気づけたはずであるからしっかりと反省・検証すべきであり、このようなことが今後ないような体制を構築すべきである旨の指摘がなされ、VCB 監査等委員の Xd 氏より同様に考える旨の発言があり、VCB 社外取締役の Xe 氏からも、監査等委員会から厳重注意を行うことが追認の前提となる旨の発言があった。この点、Xb 氏より、2025 年 5 月の当時、本件アドバイザリー契約に係る VCB の費用負担の可能性について、金融機関、A 監査法人及び取締役会に説明すべきだと考えると Xa 氏に助言し、金融機関及び A 監査法人への説明には同氏に直ちに動いてもらったものの、同氏から取締役会への説明は行われず、プロセスを完遂させるための働きかけを徹底すべきであったと反省している旨の発言があった。これに対し、Xa 氏からは、ご指摘はそのとおりであり、取締役会への説明を失念していたことの反省・陳謝が述べられた。

監査等委員会から厳重注意が前提となることに加えて、Xb 氏からは、TEN において、TEN の会計監査人を含めて本件アドバイザリー契約の経済合理性が確認されていること、VCB の実質的負担がないことが最重要であることの念押しがなされ、この点、Xa 氏が責任を持って TEN との間の調整を行い追加の資金流出を発生させないことを前提条件として、当該第 1 号議案について、1 時間 20 分に及ぶ審議検討のうえ、全員の賛成により承認可決された[30]。

**(3) その後の取締役会決議について**

その後、2026 年 3 月 19 日付の VCB の取締役会の書面決議により、①本件アドバイザリー契約に関する 540 万 US ドルの費用を VCB が負担する内容の契約（CORPORATE SUPPORT AND FUNDING AGREEMENT）を TEN と締結すること、②VCB が TEN に対して当該費用を支払った際に、VCB が負担した費用相当額を Xa 氏が補填する内容の契約を Xa 氏と締結することが承認可決された[31]。

さらに、2026 年 3 月 29 日付の臨時取締役会において、上記の同年 2 月 6 日付の審議・決

[30] なお、VCB 取締役の Xf 氏は、第 1 号議案の審議過程で途中退出しており、本決議には加わっていない。
[31] Xb 氏によると、当該書面決議を提案する際、Xa 氏から、TEN の 2025 年度の決算を確定・開示し、ディールを進めるために必要なものであるとの説明があったとのことであった。

議と同年 3 月 19 日付の書面決議に基づいて進めてきた TEN 関連の費用処理について、M 社との協議を踏まえ、本件サイドレターに基づく 540 万 US ドルの債務のうち 110 万 US ドルの債務と、TEN に対する ICL 債権とを相殺する旨の議案を提出し、これが承認可決された。

**(4) 小括**

本調査における、上記決議に参加した当時の役員らのインタビューによれば、2026 年 2 月 6 日の臨時取締役会は緊急で招集されたもので、事前の議案説明はなく、当日の執行側や d 弁護士の説明をもって議案についての即断が迫られたことから、十分な検討時間が確保されていたとは言い難いものの、Xa 氏からの説明によれば、取引の実在性や支払先が異なることについて特に疑義を生じさせる事情もなかったため、当日の質疑応答を踏まえて検討し、会計上の不整合を是正し VCB の決算手続を進めるためには追認することが妥当であるとして、議案を承認したこと等が述べられている。なお、役員インタビューによれば、Xa 氏が意図的に隠蔽した認識や印象を持ったと述べる者はいなかった。

米国事業の状況や TEN の上場関連事項については、VCB 役職員のうち Xa 氏が最も事情を把握しており、Xb 氏が必要に応じて VCB への情報連携や決算・金融機関対応等について Xa 氏をサポートする関係性であったことを背景に、実際に他の役員から複数の質疑や厳しい注意・指摘もなされたうえで、審議・承認可決されていることから、2026 年 2 月 6 日の追認決議及び、それに続く同年 3 月 19 日付書面決議や同月 29 日付の臨時取締役会の承認決議の内容自体に不合理な点があったとは認め難い。

**8 本件特命監査について**

本件 DD の過程において本件サイドレターの存在が発覚し、2026 年 3 月 16 日から同月 18 日までの間、VCB の内部監査室による特命監査（以下「本件特命監査」という。）が実施された。本件特命監査は、本件サイドレター以外に、VCB の取締役会等の正規決裁プロセスを経ない合意やサイドレターが存在しないかを確認することなどを主目的としていた。

特命監査報告書に記載されている調査対象及び調査結果は、下表のとおりであり、当委員会が検出した事項と矛盾するものではない。

なお、Xa 氏は、TEN に対する本件特命監査が行われた際に、Yc 氏から未認識の合意・サイドレターの存否や Xa 氏による個人的な保証・約定の有無について、「How should this be responded given that we have the support agreement that is expected to be signed?」と問われ、「This is something required by GT. As far as I know there is no other things then you can just reply with NO.」と回答している。この点、Xa 氏は、Yc 氏から質問がされたために自らの認識を回答したと述べているところ、かかる Xa 氏の供述に疑義が生じるような事実は検出されなかった。

【調査対象】

| 対象会社 | 所在地 | 対象者 | 実施形態 |
|---|---|---|---|
| TEN | 米国 | Yc 氏（CFO） | 確認依頼メール（2026/3/16）＋オンライン・フォローアップミーティング（2026/3/18） |
| Wizlearn Technologies Pte. Ltd.（以下「WT」という。） | シンガポール | e 氏（CEO）<br>f 氏(経理担当スタッフ) | 確認依頼メール（2026/3/16）＋オンライン・フォローアップミーティング（2026/3/18） |

【調査結果】

| 調査項目 | TEN | WT | 備考 |
|---|---|---|---|
| 未認識の合意・サイドレターの存否 | なし | なし | 両社ともに文書による回答後、ヒアリングで口頭確認済み |
| Xa 氏による個人的な保証・約定の有無 | なし | なし | いずれの合意も文書化されており、口頭・握手ベースのものは存在しないことを確認 |
| 会計・ガバナンスの運用実態（TEN） | 適切（B 社関与確認） | 該当なし | 2021年以降、外部専門家が10K/10Q申告を担当。監査法人からの警告なし |
| 財務健全性とコンプライアンス（WT） | 該当なし | 良好（自立採算・準拠確認） | 10年間黒字継続。シンガポール会計関連法令への準拠を確認。ただし、TENに対して約180万USドルの貸付金が未回収のまま残存していることが申告された[32]。 |

**9　会計的影響について**

本項における検討の前提として、当時の VCB における TEN に係る会計処理の方針は、A 監査法人と協議の上、米国会計基準（US-GAAP）に準拠して作成され、現地監査人による監査又はレビューを受けた TEN の財務諸表を基礎として、企業会計基準委員会が公表する実務対応報告第 18 号「連結財務諸表作成における在外子会社等の会計処理に関する当面の取扱い」に準拠して連結財務諸表を作成するというものであった。なお、同方針のもとにおいても、何らかの事象を契機に TEN の会計処理の合理性を検証する必要がある場合には、

[32] 本文に記載された WT から TEN に対する貸付金（約 180 万 US ドル。日本円で関係会社管理規程の付議基準（3000 万円）を上回る。）については、当委員会が確認した限り、VCB 取締役会又は関係会社管理規程所定の機関による承認・付議の記録は確認されなかった。関係会社管理規程上、子会社に対する融資は原則として取締役会への付議事項とされる一方、上場子会社に係る取引は付議対象から除外されている（同規程第 8 条第 4 項）ところ、貸付人である WT は上場子会社に該当しないことから、当該除外規定の適用の有無を含め、承認手続の要否については別途整理を要するものと思われる。

A 監査法人と協議の上、VCB の連結財務諸表上のみで TEN の会計処理の一部を修正し対応していた。

また、2025 年 12 月期の有価証券報告書（2026 年 4 月 30 日提出）における期末の会計処理は、その時点までに判明した事実関係を踏まえ、A 監査法人との協議の上行われたものである。本報告書における会計的影響の検討は、上記の枠組みを前提としつつ、本件アドバイザリー費用に係る前払資産計上の当否を支出の時点で存在した事実に基づいて事後的に検討するものであり、上記の一般的な会計処理方針それ自体や期末の会計処理の当否を論ずるものではない。なお、以下の検討の基礎とした事実の中には、当時 VCB の経理部門に共有されていなかったものが含まれており、本項の評価は、本調査の結果判明した事実関係を前提とする事後的なものである。

**(1) 本件アドバイザリー費用の会計処理の概要**

本件アドバイザリー費用 540 万 US ドルは、TEN Events において支出された後、各四半期において前払資産（TEN における「Advance–related party」、VCB 連結における「その他流動資産」）等として計上され、その一部が順次費用化されてきた。

**(2) 会計上の論点整理**

本件アドバイザリー費用に関する会計上の論点として、以下の 2 点がある[33]。

(i)前記 7(1)のとおり、本件アドバイザリー費用の支払いに係る会計処理について、TEN 側では VCB に対する「Advance」（前払金）として計上されている一方、VCB 単体側では対応する未払金として認識されていなかったという、連結会社間の債権債務の不整合に関する論点

(ii)本件アドバイザリー費用の資産計上に関する論点

(i)の連結会社間の債権債務の不整合は、TEN 側の会計帳簿及び米国における開示書類の記載の当否に関わる問題であるところ、TEN 及び B 社が本調査に協力せず、米国に所在する関係者へのインタビュー等を実施できなかったこと（第 1 の 6(2)の調査の限界に記載のとおり）から、当委員会はその当否の評価を行うことができなかった。よって、米国における調査等の結果を踏まえ TEN において対応するべき事項と整理される[34]。他方、当該支出が VCB 連結財務諸表上「その他流動資産」等として計上されたことの当否は、(ii)の資産性の論点に収斂する。このため、開示された VCB 連結財務諸表に直接影響する(ii)の前払資産としての処理の当否と、その金額的影響を以下検討する。

---

[33] また、当委員会は、本調査の過程において、VCB の経理財務室から、本件アドバイザリー費用に係る会社の会計処理上の判断及びその根拠を記載した 2026 年 6 月 9 日付の見解書の提出を受け、これも分析及び検証の対象とした。

[34] なお、当該不整合自体は、2026 年 2 月 6 日の追認決議を経た期末の会計処理により解消されている。

**(3) 判断の枠組み**

(ii)の資産計上の当否を検討するに当たっては、(ｱ)本件アドバイザリー契約に係る業務（役務提供）の実在性の問題と、(ｲ)本件アドバイザリー費用の前払資産としての資産性の問題とを、区別して検討する必要がある。

(ｱ)の役務提供の実在性については、前記 4(4)のとおり、その実在性・対価の相当性に疑念を持たざるを得ないものの、本調査において TEN 及び B 社に対するインタビューを実施できなかったことから、その有無を確定するには至らなかった（第 1 の 6(2)の調査の限界に記載のとおり）。これに対し、(ｲ)の前払資産としての資産性は、支出の時点において、前払費用の計上要件であるところの、継続して受けるべき役務の内容及び期間が特定されていたか否かの問題であり、当委員会が認定した支出時点の事実に基づいて検討を行った。

結論としては、後記(5)のとおり、役務提供の実在性がいずれであっても、本件アドバイザリー費用を前払資産として計上した処理が誤りであったという結論は左右されない。そこで、以下では、資産性の検討を主位に置き（後記(4)）、実在性については補足的に整理することとする（後記(5)）。

**(4) 前払資産としての資産性**

前払費用は、一定の契約に従い継続して役務の提供を受ける場合に、いまだ提供されていない役務に対して支払われた対価をいい、将来における継続的な役務の受領を前提とする（企業会計原則注解（注 5））。その該当性は、支出の時点を基準として判断される。

この点、当委員会が認定した事実によれば、

①支払に先立つ 2025 年 1 月 21 日、TEN の CFO であった Yb 氏から Xa 氏に送付された資金使途に係るメール[35]において、対象となる役務自体が特定されていなかったこと（前記 4(1)イ）

②Xa 氏は、契約先に行わせる役務を後付けで決めた旨説明していること（前記 4(1)イ）

③本件アドバイザリー費用のうち F 社及び E 社分については、執行版契約書に記載された効力発生日（2025 年 2 月 18 日）より前の日付（同年 1 月 17 日及び同月 7 日付）の支払指示書により、契約の締結先と異なる法人への送金が指図されていたこと（前記 4(2)）

④本件アドバイザリー契約に係る書面としては、2025 年 2 月 18 日頃に、同月 1 日付の書面が確認されるものの、FORM 10-Q の添付資料として開示されている執行版である同月 18 日付の契約書は、本調査においてはいずれも支払後である同年 5 月以降に確認されること（前記 4(1)ア）

が認められる。さらに、支払直後の 2025 年 2 月 26 日には、本件アドバイザリー費用の計上方法について「費用の繰延する方向」で TEN において調整されている旨が、VCB の経理ラ

[35] 本公表版では VCB の要請により、メールの具体的な内容については記載を省略している。

インにおける Xb 氏と経理財務室室長の b 氏のやり取り[36]の中で言及されており、支出の時点において当該支出の費用処理の方針自体が確定していなかったことが窺われる。また、本件アドバイザリー契約の内容についての関係者の説明も相互に一致してはいない（前記4(4)）。

ここで、前払費用としての資産計上は、継続して受けるべき役務の内容及び期間が特定されていること、及びその特定が検証可能な証拠により裏付けられることを前提とする。契約自体は書面によることを要しないとしても、財務諸表に資産として計上する以上、計上要件の充足は客観的に確認し得るものでなければならない。本調査において、支払の実行までに存在が確認される本件アドバイザリー契約に係る契約書面は、上記 2025 年 2 月 1 日付の書面にとどまるところ、同契約書は、その記載日付と確認された一番古い時期（同月 18 日頃）とが乖離していること、支払対象の一部につき上記①乃至③の経緯が認められること、執行版が支払の約 3 か月後まで確認されないこと（上記④）、並びに関係者の説明の不一致に照らし、支出の時点において役務の内容及び期間についての真正な合意が存在したことを裏付けるに十分であるとは認められない。したがって、支出の時点において前払費用の計上要件が充たされていたとは認められない[37]。

なお、前払費用該当性は、支出の時点に存在した事実関係に基づいて判断されるべきものであり、支出後の事情は、支出の時点において既に役務の内容及び期間が特定されていたことを証明する限度で考慮され得るにとどまる。ここで、本件アドバイザリー契約の契約書は、後日に内容が文書化された事実を示すにとどまり、支出の時点における役務の特定を遡って裏付けるものではないことから、上記評価を左右するものではない。

また、本件アドバイザリー費用が前払資産としての計上根拠（資産性）を欠くという状態は、期末に至って初めて生じたものではなく、その支出時である 2025 年 2 月（第 1 四半期）以降、一貫して存在している。VCB 連結財務諸表上、各四半期において「その他流動資産」等として計上・繰り越していたものを含め、本件アドバイザリー費用の支出額全額が、2025 年 12 月期末に至り、特別損失「不明支出金損失」808,434 千円（VCB 個別財務諸表上は「関係会社支援損」845,316 千円）として処理している[38]。もっとも、上記の判断は、2025 年 12 月期末において特別損失として処理されたことを根拠とするものではない。当該期末処理は、本件サイドレターの追認等により VCB 側の負担関係が整理されたことを契機とするも

---

[36] 本公表版では VCB の要請により、社内チャットの具体的な内容については記載を省略している。

[37] 仮に役務に係る何らかの合意が存在したとしても、TEN の各四半期開示上、当該役務は VCB に提供され、その費用は VCB から償還されるものと説明されていた。この場合、TEN における本件アドバイザリー費用の支出は、TEN 自身が受ける役務の前払対価ではなく、VCB に対する求償債権としての性格を有するにとどまり、その資産性は本件サイドレターに基づく負担関係の有効性及び確定時期に依存するところ、各四半期の時点においてこれが確定していたと認めることはできない。いずれの整理によっても、各四半期における前払資産としての計上根拠は基礎づけられない。

[38] 連結上の計上額 808,434 千円と個別上の計上額 845,316 千円との差額 36,882 千円は、円換算に用いる為替レートの相違によるものである（連結上は期中平均レート：149.71 円/US ドル、個別上は期末日レート：156.54 円/US ドル）。なお、VCB 個別財務諸表上の「関係会社支援損」は、本件サイドレターの追認等により整理された負担関係に基づき、2025 年 12 月期末において債務を認識したことに伴い計上されたものである。

のであるのに対し、本件アドバイザリー費用について前払資産としての計上根拠が認められるか否かは、支出時点において、継続して受けるべき役務の内容及び期間が客観的に特定されていたかにより判断されるべきである。そして、前記の各事情に照らせば、当該支出時点において、前払資産としての計上要件が充たされていたとは認められない。

よって、期末においてのみ損失を認識し、第 1 四半期乃至第 3 四半期は資産計上を維持するという処理は、本件アドバイザリー費用が支出時から資産性を欠いていたという実態と整合しない。本件アドバイザリー費用は、その支出時において既に前払資産としての計上根拠を欠いていたのであるから、当該支出が帰属する第 1 四半期において費用又は損失として認識されるべきものであった。したがって、少なくとも、各四半期末において未費用化残高として「その他流動資産」等に計上されていた金額については、資産計上を取り消し、同額を費用又は損失として認識すべきものと思料する。

**(5) 役務提供の実在性（補足）**

本件アドバイザリー契約に係る業務の実在性については、前記 4(4)のとおり、Xa 氏が契約に基づく業務の詳細を把握しておらず、TEN に所属し業務の実態をよりよく知る立場の Ya 氏も取締役会で不明瞭な説明をしている上、F 社及び E 社分については契約の締結先と異なる法人に送金されその経緯も判明しないことなどから、その実在性・対価の相当性に疑念を持たざるを得ない。一方、少なくとも E 社、F 社及び G 社の 3 社との契約については一応の成果物が TEN に提出されているものの、TEN 及び B 社から調査に対する協力が得られておらず、当該成果物が対価に見合うものであるかについて検証することができていない（前記 4(4)）。これらを踏まえ、当委員会としては、その実在性の有無を確定するには至らなかった。

もっとも、この点は、上記(4)の結論を左右するものではない。仮に役務が実在していたとしても、支出の時点において役務の内容及び期間が特定されていることを裏付ける十分な事実関係が存在していなかった以上、前払費用の要件を充たさない。他方、役務が実在していなかったとすれば、本件アドバイザリー費用の性格はより重大なものに変質するが、前払資産計上が誤りであったという結論は変わらない。よって、実在性の帰趨がいずれであれ、計上の誤りという評価は動かない。

なお、VCB 自身、期末の損失処理において、連結上は「不明支出金損失」、個別上は「関係会社支援損」という科目を用いており、本件アドバイザリー費用の最終的な性格が確定していないことは、その会計処理自体にも表れている。当該性格の最終的な確定は、米国に所在する関係者及び米国当局による調査等に委ねられるところである。

**(6) 各四半期・中間連結財務諸表への影響**

以上を前提とすると、第 1 四半期乃至第 3 四半期の各四半期連結財務諸表及び中間連結財務諸表（半期報告書）においては、本件アドバイザリー費用を費用処理せず前払資産とし

て繰り越した結果、貸借対照表上、その他流動資産及び純資産が過大に表示されていたこととなる。各四半期末における過大表示額は、下表のとおりである[39]。

| 報告期間 | 原貨残高<br>（千 US ドル） | 各四半期末日レート<br>（円/US ドル） | 過大表示額<br>（千円） |
|---|---|---|---|
| 第 1 四半期（2025 年 3 月末） | 5,265 | 149.53 | 787,315 |
| 第 2 四半期（2025 年 6 月末） | 4,995 | 144.82 | 723,492 |
| 第 3 四半期（2025 年 9 月末） | 4,726 | 148.89 | 703,704 |

なお、上記の貸借対照表上の過大表示に対応して、各四半期の損益にも影響が生じる。当委員会の上記の結論を前提とすると、本件アドバイザリー費用は第 1 四半期において全額費用計上されるべきであったから、各四半期の連結損益計算書（累計期間）における費用及び税引前四半期純損失は、いずれも上記の過大表示額と同額だけ過少に表示されていたこととなる。

当委員会としては、VCB 連結財務諸表において、第 1 四半期から第 3 四半期までで「その他流動資産」等として資産計上していた金額を取り消し、同額を費用（損失）として計上すべきものと思料する。なお、TEN の米国における開示（10-Q 及び 10-K）の訂正の要否及び方法は、米国における調査等の結果を踏まえ、TEN において別途判断されるべき事項である。

[39] 本件アドバイザリー費用は、TEN Events において費用が発生し、TEN 連結を通じて VCB 連結に取り込まれるところ、TEN が実質的な債務超過の状態にあり、当該損失は全額が親会社株主持分に帰属することから、総資産の過大表示額と純資産（親会社株主に帰属する部分）の過大表示額は一致する。各四半期末の原貨残高は、本件アドバイザリー費用額 5,400 千 US ドルから、TEN Events において当該四半期末までに費用化された累計額（F 社及び H 社の 2 社分。第 1 四半期 134 千 US ドル、第 2 四半期 404 千 US ドル、第 3 四半期 673 千 US ドル）を控除した額である。なお、原貨残高は千 US ドル未満を四捨五入して表示しており、過大表示額（円換算額）は、四捨五入前の原貨残高に各四半期末日の為替レートを乗じて算定しているため、表中の原貨残高に同レートを乗じた金額とは一致しない。

## 第 4　発生原因

### 1　はじめに

第 3 で指摘した各問題点は、直接的には Xa 氏による一連の不適切な行為として現れているが、より根本的な発生原因は、これらの行為を許容し、又は看過することとなった VCB のコーポレートガバナンス及び内部管理体制の不全にあると当委員会は考える。

すなわち、VCB は、業績が悪化する中で、子会社である TEN の米国 NASDAQ 市場への上場を業績浮揚のための重要な施策と位置付けていた。もっとも、TEN は、直近で多額の減損を経験するなどその業績は芳しくなく、TEN の上場及びこれに関連する一連の取引を推進することは、それ自体相当の困難を伴うことが予想された。加えて、当該取引の推進には、英語による交渉や文書作成等の能力も求められた。

しかしながら、VCB 社内において、これらを実質的に遂行することができるのは Xa 氏のみであり、その結果、当該上場及び関連取引は、Xa 氏が中心となって対応しており、Xa 氏の判断及び行為の当否を検証し、又はこれを補完する（フォローする）人材及び組織が VCB 内に不足していた[40]。こうした中で、TEN 関連の権限、情報等が、VCB の代表取締役と TEN の Director を兼務する Xa 氏に過度に集中していた結果、親会社である VCB による組織的な相互牽制が実質的に機能しない状態が生じていた。

このような体制面の問題が、Xa 氏の代表取締役退任後の現時点でも留意を要する、本件のより根本的な発生原因である。

そこで、当委員会は、以下では、まず Xa 氏個人に起因する原因について述べた上で、その後、ガバナンス及び内部管理体制に起因する原因をより根本的な原因として分析する[41]。

### 2　Xa 氏個人の問題（コンプライアンス意識の不足）

Xa 氏は、TEN の IPO に関する一連の取引において、本来であれば VCB 取締役会の承認を経るべき重要な取引について、その承認を得ることなく実行し、適正な意思決定手続を経ない例が散見された（第 3 の 2(1)、第 3 の 3(1)(2)、第 3 の 4(1)(3)、第 3 の 5(1)(2)）。

加えて、Xa 氏は、契約書等の文書について、本件株式譲渡契約書及び本件 MOU のバックデートによる作成（第 3 の 3(1)(2)）、並びに本件サイドレターのバックデートによる作成（第 3 の 5(1)）など、文書の真正性を軽視する対応を繰り返した。また、かかる Xa 氏の対応により、結果として、TEN において、本件株式譲渡の対価として実体の乏しい役務を対価とする内容の FORM S-1 における開示がなされている（第 3 の 3(2)(5)）。

---

[40] TEN の買収から IPO までの間に VCB の代表取締役であった Xg 氏によると、英語でのコミュニケーションの問題から、TEN のオペレーション等については蚊帳の外であった旨述べている。

[41] VCB は、2026 年 4 月 30 日提出の 2025 年 12 月期有価証券報告書に添付した内部統制報告書において、経営者による内部統制の無効化を防止すべき取締役会による監督・監視機能及び子会社管理・決算財務報告プロセスに係る内部統制について、開示すべき重要な不備が存在している旨を記載しているが、同報告書に対する内部統制監査意見は意見不表明である。以下の発生原因の分析は、上記の内部統制報告書における会社の自己評価又は監査意見の当否を評価するものではなく、今後、会計監査人において内部統制の評価を行うに当たっての参考情報として提供するものである。

加えて、Xa 氏には、その作成日付や記載内容が実態と一致することの重要性を軽視し、会計に関する理解ないし財務報告の信頼性を確保するために経営者に求められる姿勢という観点からも問題が認められる（第 3 の 5(1)(3)）。

これらの Xa 氏の行為の背景には、TEN Events に係る多額の減損により借入契約における財務制限条項に抵触することとなり（第 3 の 1(2)ア）、TEN の IPO を実現できなければ TEN の存続が危ぶまれ、ひいては VCB にも大きな影響があり得るという切迫した状況（第 3 の 1(2)ウ参照）の下で、IPO の実現及びその後の資金調達を優先し、所定の手続の履践や関係者への正確な説明を劣後させたという事情が窺われる。もっとも、かかる経営上の切迫した状況は、前記の各対応を正当化するものではなく、むしろ、経営が困難な局面においてこそ、コンプライアンス上の問題は起こりやすく、経営トップには自らを律し適正な手続の遵守と十分な説明を貫く姿勢が強く求められていたというべきである。

### 3　VCB のコーポレートガバナンス及び内部管理体制に起因する原因

#### (1)　TEN の上場及び関連取引の Xa 氏への過度の集中と、これを補完・牽制する人材及び体制の不在

VCB においては、TEN の上場及びこれに関連する一連の取引を実質的に理解し遂行していたのが Xa 氏のみであり、上場を重要な経営施策と位置付けていたにもかかわらず、これを推進するための専任のプロジェクトチームや専門人材が確保されていなかった。そのため、一連の重要な業務が実質的に Xa 氏一人に委ねられ、他の役職員がその内容を検証し、又は補完することができない状態が常態化していた。

このような特定の個人への過度の依存と、これを補完し牽制する体制の不在は、Xa 氏が B 社とのコンサルティング契約、本件株式譲渡、本件アドバイザリー契約及び本件サイドレターといった重要な取引を実質的に単独で進めることを可能にしたものであり（第 3 の 2(1)、第 3 の 3(1)(2)、第 3 の 4(1)(3)、第 3 の 5(1)(2)）、とりわけ、多額の債務負担を伴う本件サイドレターについてすら、Xa 氏が単独で作成し差し入れることができ、他の取締役がその存在にすら気付くことができなかったこと（第 3 の 5(4)）に、その帰結が端的に現れている。

また、Xb 氏は、VCB の CFO として、会計・財務を所掌する立場から、TEN の業績等の情報を把握し、TEN の Director を兼務する Xa 氏との連携を図る役割を担っていた。実際、Xb 氏は、TEN 関連のグループチャットのメンバーに加えられ、Xa 氏から当該チャット内外を通じて一部事項についての相談や報告がなされるなど、TEN 関連の情報を部分的に知得しうる環境であった。しかしながら、Xb 氏自身の繁忙度、英語での情報量（過多）や時差の問題などから、Xa 氏ひいては TEN 側の経営判断について、適時かつ十分に補完し牽制するには至らなかった。

#### (2)　取締役会の監督機能の不全

本来、代表者に権限が集中する局面においてこそ、取締役会による監督機能が実効的に発

揮されるべきである。しかしながら、VCB の取締役会の構成員のうち、Xa 氏を除く社内取締役は、国内事業への注力、言語の壁、多忙等を理由に十分な監督機能を発揮できない状況が続いていた。また、TEN の経営に関与する Ya 氏をはじめとする海外子会社の関係者による取締役会への報告の実効性にも疑問が残り、重要な事項が取締役会に正確に共有されない場面が見られた。

この点、取締役会の実効性評価においては、「関連子会社の業務執行状況の把握」が 2023 年 12 月期及び 2024 年 12 月期の両期にわたり継続して指摘事項とされていたにもかかわらず、本件各取引を捕捉し得る具体的な改善には結び付いていなかった。また、TEN 関係の取締役を含む一部の取締役の取締役会への出席率が低水準にとどまる状況も解消されていなかった。

社外取締役は、それぞれ相当の知見を有し、本件に関しても、取締役会で相応の議論がなされていた様子が窺えるものの、前記(1)及び前段落のとおり社内からの情報が Xa 氏起点以外に期待できない状況の中、さらに、重要な議案が事前の十分な説明を欠いたまま緊急に上程され、取締役に十分な検討時間が確保されないまま決議に至る場面もあった。

**(3) 決裁・契約管理・文書管理に関する規程の設計及び運用の不備**

VCB の決裁基準は、契約金額や株式の簿価といった形式的な金額を基準としており、取引の時価や将来価値、連結財務諸表への影響、金融機関との契約上の制約等の実質的な重要性を捕捉する仕組みとなっていなかった。また、上場子会社に関する取引、関係会社間取引及び実質的な債務保証について、取締役会への付議の要否を判断する基準が明確でなく、これらが決裁の対象から容易に外れ得るものとなっていた。さらに、契約の締結に際して、法務部門による事前審査、押印申請の手続及び契約書原本の保管を徹底する運用も欠けており、契約が正規のプロセスを経ずに作成され、又は締結され得る状態にあった。かかる規程の設計及び運用の不備は、本件株式譲渡が株式の簿価のみを基準として取締役会決議は不要と整理されたこと（第 3 の 3(1)(4)）、重要な契約書が法務知財室を経ずに作成され、VCB に原本が保管されていなかったこと（第 3 の 3(1)(4)）、及び実質的な債務保証に該当し本来取締役会の承認を要する本件サイドレターの重要性が看過されたこと（第 3 の 5(4)）に現れている。

**(4) グループ会社管理・海外子会社ガバナンス及び三様監査の情報連携の脆弱性**

VCB においては、海外子会社である TEN の実態を把握する体制が十分でなく、海外子会社の四半期開示の内容や現地監査人との対応状況を親会社側で主体的に検証する仕組みも整備されていなかった。加えて、訴訟、当局からの照会、監査上の指摘、親会社による費用負担の合意等の重要な事象を、A 監査法人、監査等委員会及び内部監査部門へ適時に共有するためのルールも実効的に機能していなかった。

前記(1)のとおり、英語による対応が可能な人員や、米国資本市場並びに海外の法務及び

財務に精通した人材が不足していたことも、こうした脆弱性を助長した。かかる脆弱性は、TEN の開示内容や K 監査法人との対応状況を VCB 側で十分に検証することができていなかったこと（第 3 の 5(2)、第 3 の 7(2)）、並びに本件サイドレター、本件費用分担契約等の重要な事象が監査法人や監査等委員会に適時に共有されなかったこと（第 3 の 5(2)(3)）に現れている。

また、経営トップに対する牽制という観点では、内部監査室は社長直轄の組織であり、監査計画の承認、監査結果の報告及び改善指示のいずれも代表取締役社長を起点・経由する構造となっていた上、その人員体制も 2024 年 12 月期以降は他部門との兼任者のみとなっていた。さらに、コンプライアンス・リスク管理委員会も社長を委員長とする社長直轄の組織であり、その議事録上、TEN 関連の議題が上程された記録は存在しない。このように、経営トップ自身が関与する事項を独立の立場から検証し得る監査・リスク管理体制が構造上確保されていなかったことも、本件の各問題点が防止ないし抑制されなかった要因となった可能性がある。

## 第 5　再発防止策

前記第 4 で分析した発生原因を踏まえ、当委員会は、以下の再発防止策を提言する。なお、以下の各再発防止策は、VCB の現在の組織体制を前提に記載しているものであるが、今後、VCB では、株式の非公開化に伴って大幅な組織変更を予定しているものと思われる。当該変更後においては、以下の各再発防止策について、変更後の体制、実情に即して適宜読み替えられたい。

### 1　経営トップの意識向上、経営トップに対する牽制の強化及び役員の職責の明確化

代表取締役等の経営トップにおいてガバナンス、コンプライアンス（ここには会計リテラシーや信頼性のある財務報告を重視する姿勢も含まれる。）の重要性を改めて意識させる（あるいはそのような者を経営トップに任用する）と共に、経営トップが単独で重要な意思決定を行うことを防ぐため、重要な契約及び取引について、複数の役員及び関連部門による起案・確認・承認のプロセスを義務付ける。あわせて、各役員の職責及び善管注意義務の内容を明確化し、その履行状況を定期的に検証する。

また、バックデートによる文書の作成、実態と異なる対価の表示等が重大な非違行為であること、決裁基準の慎重な検討が重要であること等を、役職員及び経営層に対する研修等を通じて周知徹底するとともに、そのような事象を認識した場合に直接報告できる経路を整備ないし強化し利用の促進を図る。あわせて、これらに関する問題行為に対する懲戒等の処分方針を明確にし、規律を確保する。（第 4 の 2 及び第 4 の 3(1)に対応）

### 2　重要施策の推進体制の整備及び特定個人への依存の解消

経営上重要な施策、とりわけ海外における上場や大規模な資本取引を実行する際には、担当役員個人の能力に依存するのではなく、法務、財務、会計及び海外実務に精通した専門人材を含む専任のプロジェクトチームを組成することを義務付ける。あわせて、英語による対応が可能な人員並びに米国資本市場及び海外の法務・財務に精通した人材を計画的に確保し、又は外部専門家を適時に起用することにより、特定の個人に権限、情報及び実務が集中する事態を防止し、その判断及び行為を組織的に検証し、又は補完する体制を構築する。（第 4 の 3(1)、第 4 の 3(4)に対応）

### 3　取締役会の監督機能の強化

重要な海外子会社に関する取引及び資本取引を取締役会の事前付議事項として明確に定めるとともに、議案の事前説明及び十分な検討時間の確保を運用上のルールとして徹底する。緊急に決議を要する場合の手続を整備し、社外取締役及び監査等委員会の実質的な関与を強化する。あわせて、海外子会社の役員による取締役会への報告義務及び出席を徹底し、その報告の実効性を確保する。（第 4 の 3(2)に対応）

**4　決裁基準・契約管理・文書管理に関する規程の抜本的見直し**

決裁基準について、金額を簿価等の形式的な数値のみで判断するのではなく、取引の時価及び将来価値、連結財務諸表への影響、金融機関との契約上の制約等の実質的な重要性を考慮する枠組みへと見直す。上場子会社に係る取引、関係会社間取引及び実質的な債務保証に関する付議基準を明確化し、除外規定の適用範囲を再検討する。契約については、法務部門による事前審査、押印申請及び原本の保管を必須とし、バックデートや署名オブジェクトの流用を明文で禁止するとともに、これを検知するための牽制手続を整備する（第 4 の 3(3)に対応。）。

**5　グループ会社管理及び三様監査の情報連携の強化**

重要な海外子会社において生じた訴訟、当局からの照会・調査、監査上の指摘、実質的な債務保証や費用負担に関する合意等の重要事象について、親会社への報告基準及び報告経路をグループ会社管理規程等において明確に定めるとともに、これらを監査法人、監査等委員会及び内部監査部門に適時に共有するためのルールを整備し、その運用状況を定期的に検証する。あわせて、海外子会社の開示書類の内容及び現地監査人との対応状況を親会社側で主体的に検証する体制を構築する。また、内部監査室について、監査計画及び監査結果を監査等委員会に対しても直接報告する経路を設けるなど、代表取締役社長からの独立性を担保する体制へと見直すとともに、専任人員の確保を含む人員体制の強化を図る。（第 4 の 3(4)に対応）

以上